

«Estimación Económica de la Inversión, Financiación, y Rentabilidad de la Empresa Española» (*)

Este trabajo presenta un análisis económico y financiero de la empresa española a partir de datos de la Central de Balances del Banco de España para el período 1983-1992. Esta información, de carácter contable, es sometida a los ajustes necesarios para recoger los efectos de las variaciones absolutas y relativas en los precios sobre el activo empresarial y sus resultados. A lo largo del trabajo se ponen de manifiesto diferencias significativas entre las conclusiones que se obtienen del análisis de los datos ajustados y las que se obtendrían del análisis de los datos contables, destacando las características diferenciales de las crisis de principios de los ochenta y de principios de los noventa en España.

Lan honek Espainiako enpresen ekonomi eta finantza analisisa aurkezten du Espainiako Bankuko Balantzen Zentraleko datuetan oinarrituta eta 1983-1992 epealdirako. Informazio honi, kontabilitate izaerako baita, prezioen aldakuntza absolutuek eta erlatiboek enpresaren aktiboan eta haren emaitzetan izaten duten eragina jasotzeko beharrezkoak diren doikuntzak egiten zaizkio. Artikuluan zehar, agerian uzten dira doitutako datuen analisitik lortzen diren ondorioen eta kontabilitateko datuen analisitik lortuko liritekeen arteko diferentzia esanguratsuak, Espainian laurogeietako hasierako krisiaren eta laurogeita hamarretakoaren arteko ezaugarri bereizgarriak nabarmenduz.

This paper presents an economic and financial analysis of Spanish corporations based on data from the Bank of Spain's Balance Sheet Central Office pertaining to the 1983-1992 period. This information, of an accounting nature, is subjected to the necessary adjustments so as to cover the effects of absolute and relative price fluctuation on corporate assets and results. Significant differences in results obtained from conclusions procured from an analysis of both the adjusted data and accounting data are revealed and the differential characteristics between the respective crises of the early eighties and early nineties in Spain are thereby exposed.

* Este trabajo es continuación de otro, publicado en este número de EKONOMIAZ, que han realizado los autores bajo la dirección de Vicente Salas (Universidad Autónoma de Barcelona) a quien agradecen su inestimable ayuda y dedicación. También nuestro agradecimiento a Manuel Espitia (Universidad de Zaragoza) por sus sugerencias. Los errores que subsistan son responsabilidad exclusiva de los autores. Este trabajo ha sido realizado bajo la ayuda financiera del C.O.N.A.I. (P HS-10/91) Diputación General de Aragón.

- 1. Introducción**
 - 2. Metodología de análisis de la empresa a partir de los estados contables de una muestra de empresas**
 - 3. Actividad inversora**
 - 4. Estructura financiera y costes de capital**
 - 5. Resultados de las empresas**
 - 6. Análisis de la inversión y los resultados**
 - 7. Conclusiones**
- Anexos**
Bibliografía

Palabras clave: Empresa, Inversión, financiación, rentabilidad.
Nº de clasificación JEL: D61, E22, G31, G32.

1. INTRODUCCIÓN

Los resultados económicos y financieros de las empresas constituyen variables de gran utilidad a la hora de explicar y predecir el comportamiento de magnitudes macroeconómicas tan significativas como la inversión y el empleo. La disponibilidad de datos fiables sobre tales resultados, a partir de fuentes como la Central de Balances del Banco de España (CBBE) o la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha contribuido sin duda a que los márgenes, la rentabilidad de la inversión, el endeudamiento aparezcan cada vez con mayor frecuencia entre los indicadores sobre la situación y perspectivas de la economía española.

La información necesaria para calcular los resultados económicos y financieros de las empresas se extrae de sus documentos contables, balance y cuenta de resultados. Es sabido que tales documentos se

elaboran con criterios que tienen en cuenta los intereses de sus destinatarios principales, los accionistas propietarios de la empresa, los cuales no tienen por qué coincidir con los criterios que seguiría en su elaboración un analista de la economía española. Como se ha señalado por algunos autores, por ejemplo Edwards y otros (1987), las diferencias de criterios pueden ser sustanciales e ignorarlas puede conducir a errores de apreciación sobre la situación real de las empresas que se desea valorar.

El objetivo de este trabajo es doble. De un lado, se ilustra una metodología para el tratamiento y análisis de la información contable de las empresas, con el fin de incorporar en ella los ajustes necesarios para convertirla en información útil para el análisis económico. La metodología busca sobre todo corregir las distorsiones introducidas por los cambios en los precios absolutos y relativos, en unos registros contables a precios de adquisición

y que ignoran las ganancias y pérdidas de capital.

La metodología se ilustra con una aplicación a los datos referidos al conjunto de todas las empresas, según publica el informe anual del año 1993 de la Central de Balances del Banco de España. Por lo tanto, el resultado final de este trabajo es un análisis alternativo a otros que no corrigen la información contable (1), sobre la evolución de los resultados económicos y financieros de la empresa española en el período 1983-1992. Las conclusiones obtenidas difieren sustancialmente de otras precedentes, siendo especialmente destacable el deterioro en los resultados de las empresas que se detecta a partir del año 1990 y continúa hasta 1992, sin precedentes en el período de tiempo estudiado. Con la información aportada en el presente trabajo creemos que se entiende mejor la magnitud de la crisis que ha soportado la economía española en 1993, en relación a crisis anteriores de principios de los años ochenta, pues los resultados económicos y financieros que se aprecian a partir de la información ajustada son sensiblemente peores en el período 1991-1992 que en el período 1983-1985. La información extraída de los documentos contables sin ajustar sugiere, en cambio, unos resultados inferiores en el subperíodo de los ochenta que en el de los noventa.

Este trabajo toma como punto de partida Ramírez, Rosell y Salas (1995), donde se presenta un análisis detallado de los determinantes de la evolución de la rentabilidad económica de los activos de explotación, a partir de la evolución de la productividad, precios de los factores y costes unitarios. En la exposición posterior se parte de la rentabilidad económica y se analiza en relación con el comportamiento de la rentabilidad financiera y las decisiones de inversión y financiación.

(1) Véase, por ejemplo, Azofra y Fernández (1992) y Chuliá(1990).

El apartado segundo se dedica a presentar los estados financieros, balance y cuenta de resultados, ajustados para el análisis de acuerdo con la metodología propuesta. El apartado tercero muestra la evolución de las principales magnitudes del activo de la empresa, distinguiendo entre activo de explotación y activo financiero y entre activo fijo y activo circulante. El apartado cuarto tiene un contenido similar pero centrado en la evolución de las partidas del pasivo e incluyendo una estimación del coste de capital de la empresa. Los resultados económicos y financieros de la empresa española se muestran en el apartado quinto, como paso previo al apartado sexto donde el comportamiento inversor de dicha empresa se pone en relación con sus resultados económicos y financieros. Las conclusiones resumen los principales resultados obtenidos.

2. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS DE LA EMPRESA A PARTIR DE LOS ESTADOS CONTABLES DE UNA MUESTRA DE EMPRESAS

La muestra no común de la Central de Balances, a utilizar en este trabajo para el análisis de la empresa española en el período 1983-1992, tiene algunas características a tener en cuenta en el tratamiento de la información. Es conocido que esta muestra presenta un cierto sesgo hacia empresas de gran tamaño, y en lo que respecta a la información del año 1986, se aprecian algunos resultados poco coherentes que se deben principalmente a la sustitución del Impuesto sobre el Tráfico de Empresas por el Impuesto sobre el Valor Añadido (2). Pero los principales problemas con los que se encuentra el analista provienen de la propia evolución de la muestra, sobre todo desde el

(2) Una buena explicación de sus efectos aparece en Central de Balances 1989.

punto de vista del número de empresas y su tamaño, lo que afecta a la homogeneidad de los resultados obtenidos. En el Cuadro n.º 1 se presentan algunos rasgos de esta muestra. El número de empresas colaboradoras ha crecido un 130 por cien de 1983 a 1987, año en que la muestra alcanza su madurez. Los años 1991 y 1992 están todavía sin cerrar, lo que se refleja en un descenso del número de empresas que se analizan.

Por el contrario, el número de trabajadores recogido en la muestra crece tan solo un 12 por cien de 1983 a 1987. Esto se debe a la variación en el tamaño de las empresas que responden el cuestionario que, medido por el número de trabajadores, disminuye a menos de la mitad en 1987 frente al tamaño medio de las empresas en 1983.

Los análisis de la empresa española a partir de la información de la Central de Balances del Banco de España que se refieren a varios años, y por tanto requieren algún tipo de comparación intertemporal, presentan potenciales problemas de homogeneidad. Utilizar valores por empresa en lugar de valores consolidados de las variables que aparecen en los estados contables corrige las diferencias en el número de empresas entre unos años y otros, pero ignora las diferencias en los tamaños medios de las empresas. Otra

posibilidad es normalizar todas las variables por el número de trabajadores; con ello se corrigen los cambios en el número de empresas y diferencias en sus tamaños medios, pero se requiere que las economías de escala no sean muy importantes. El camino seguido en este trabajo ha sido expresar todas las variables en valores por trabajador, al considerar que para datos consolidados la hipótesis de rendimientos constantes a escala es razonable.

Por otro lado, se debe tener en cuenta otro aspecto en el análisis de estados contables en general, como son los criterios de valoración utilizados por la Contabilidad (coste de adquisición y prudencia valorativa) que impiden conocer a partir de estos estados, el valor económico del capital utilizado y del beneficio obtenido. Estos principios propugnan valorar los activos por su coste de adquisición y no recoger sus incrementos de valor mientras no se materialicen en su enajenación. En consecuencia encontramos en la valoración contable del inmovilizado material elementos valorados en pesetas de muy diferente poder adquisitivo. Al mismo tiempo, en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias no se recoge la influencia de los incrementos de precios sobre el patrimonio de la empresa, que revalorizan los activos y deprecian la unidad monetaria en que se expresan.

Cuadro n.º 1. **Características de la muestra de la Central de Balances**

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Número de empresas	3.223	4.079	5.064	6.417	7.451	7.500	7.512	7.172	6.154	5.059
Número de trabajadores*	1.346	1.345	1.369	1.424	1.503	1.492	1.495	1.485	1.377	1.202
Número de trabajadores por empresa	418	330	270	222	202	199	199	207	224	238

* En miles de personas.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

A este respecto se utilizará la metodología propuesta por Salas (1992) para estimar el balance a precios de reposición y el resultado económico. El objetivo de estos ajustes es valorar todas las partidas del balance en unidades monetarias corrientes y recoger en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias todos los costes e ingresos relevantes para el cálculo del beneficio. Si bien, con el fin de dar más simplicidad a la Información y sin incurrir en diferencias de estimación significativas, se introducen algunas variaciones respecto a aquella metodología que se explican a continuación:

- En la Cuenta de Resultados Ajustada, las plusvalías por revalorización de activos y las minusvalías por pérdida de poder adquisitivo de los fondos invertidos se suponen compensadas, excepto por la pérdida de poder adquisitivo de los activos monetarios.
- No se modifica el valor del saldo de existencias en el Balance a Precios de Reposición. Por su rotación superior a uno, permanece en la empresa menos de un año y supondremos que la partida contable está valorada a precios de reposición.

El resultado de los ajustes expuestos se presenta en los Cuadros n.^{os} 2 y 3 que son, respectivamente, el Balance medio a Precios de Reposición y la Cuenta de Resultados Ajustada, ambos por trabajador, tanto en millones de pesetas como en estructura porcentual.

Los rasgos más destacables de estos estados ajustados son:

- Todas las partidas del Balance aparecen expresadas en pesetas corrientes de cada año.
- Se ha separado el activo del Balance en activos de explotación y activos financieros, para distinguir la diferente función de ambas masas patrimoniales.

- Se han excluido las deudas sin coste explícito del pasivo y se han incluido en el activo minorando los activos monetarios.
- El inmovilizado no financiero está también expresado en pesetas corrientes y difiere del valor contable a partir del balance medio de 1985. En 1981 y 1983 se promulgaron leyes de actualización de balances que permitieron revalorizar el activo inmovilizado material. Por esto supondremos que los balances medios de 1983 (promedio del final de 1982 y final de 1983) y de 1984 (promedio final de 1983 y final de 1984) están valorados a precios de reposición.
- El ajuste de la dotación a la amortización en la Cuenta de Resultados Ajustada, es positivo y creciente a partir de 1985, año en que comienza la divergencia entre el valor contable y el valor a precios de reposición del inmovilizado material.
- Para el cálculo del resultado económico neto se incluye, además, la pérdida de poder adquisitivo de los activos monetarios de explotación la cual tiende a disminuir desde 1987 por el descenso en la tasa de inflación.
- Tanto los ingresos como los gastos financieros se corrigen con la pérdida de poder adquisitivo de sus correspondientes partidas de Balance, activo financiero y deuda, resultando los ingresos y gastos financieros reales.

La conveniencia de realizar estos ajustes no se soporta exclusivamente en su lógica económica, sino también en su importancia relativa. En el Cuadro n.º 4, aparece la tasa de inflación (I.P.C.) y el índice de precios de los bienes de equipo. Estas tasas no son despreciables a lo largo del período, y marcan niveles muy diferentes de principio a

fin de éste, por lo que su efecto sobre las estimaciones contables del beneficio y del valor de los activos es variable de unos años a otros. Es decir, en los primeros años, con tasas de inflación elevadas, la

estimación contable del beneficio será más diferente de la valoración económica que en los últimos años.

En el Cuadro n.º 5 se presentan los valores contables correspondientes a algunas partidas de activo y resultados.

Cuadro n.º 2 (a). **Balance medio por trabajador a precios de reposición**

(En millones de pesetas)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ACTIVO										
ACTIVO DE EXPLOTACIÓN										
Inmovilizado no financiero neto	8.26	9.91	10.55	10.96	11.18	12.02	12.80	14.16	16.26	18.90
Existencias	1.80	1.91	1.98	1.95	1.93	2.03	2.16	2.37	2.47	2.66
Activos monetarios	0.49	0.81	1.34	1.45	1.07	0.89	0.71	0.60	0.65	0.74
- Clientes	2.18	2.52	2.70	2.87	3.00	3.20	3.38	3.81	4.36	4.68
- Otros deudores de explotación	0.44	0.57	1.05	1.24	1.04	0.94	1.03	1.16	1.43	1.84
- Otros deudores ajenos explotación	0.14	0.21	0.26	0.30	0.36	0.45	0.45	0.54	0.53	0.63
- Deudas sin coste explícito	2.64	2.90	3.10	3.39	3.75	4.12	4.59	5.32	6.06	6.82
- Disponibilidades	0.37	0.40	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.42	0.40	0.40
Ajuste periodificación netos	0.01	-0.01	-0.07	-0.08	-0.11	-0.10	-0.06	-0.02	-0.01	0.00
ACTIVO NETO DE EXPLOTACIÓN	10.56	12.62	13.80	14.27	14.07	14.84	15.61	17.11	19.36	22.30
ACTIVO FINANCIERO:										
Inmovilizado financiero neto	0.58	0.84	1.02	1.10	1.14	1.57	1.93	2.22	2.74	3.20
Activo financiero a c/p	0.13	0.16	0.20	0.22	0.32	0.46	0.56	0.61	0.67	0.65
ACTIVO FINANCIERO NETO	0.71	1.00	1.22	1.32	1.46	2.03	2.48	2.83	3.40	3.85
TOTAL ACTIVO NETO	11.27	13.62	15.03	15.59	15.53	16.87	18.09	19.94	22.77	26.15
PASIVO										
Recursos propios	5.11	6.25	7.06	7.64	8.07	9.39	10.45	11.58	12.88	13.95
Provisiones	0.06	0.08	0.12	0.18	0.23	0.33	0.33	0.40	0.49	0.60
Recursos ajenos l/p	4.46	5.29	5.74	5.70	5.30	5.31	5.40	5.45	5.96	7.51
Recursos ajenos c/p con coste	1.64	1.99	2.11	2.06	1.93	1.83	1.92	2.51	3.43	4.09
TOTAL PASIVO	11.27	13.62	15.03	15.59	15.53	16.87	18.09	19.94	22.77	26.15

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 2 (b). **Balance medio por trabajador a precios de reposición**

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
ACTIVO										
ACTIVO DE EXPLOTACIÓN										
Inmovilizado no financiero neto	73.3	72.7	70.2	70.3	72.0	71.3	70.7	71.0	71.4	72.3
Existencias	15.9	14.0	13.1	12.5	12.4	12.0	11.9	11.9	10.8	10.2
Activos monetarios	4.4	5.9	8.9	9.3	6.9	5.3	3.9	3.0	2.8	2.8
ACTIVO NETO DE EXPLOTACIÓN	93.7	92.6	91.9	91.6	90.6	88.0	86.3	85.8	85.0	85.3
ACTIVO FINANCIERO										
Inmovilizado financiero neto	5.1	6.2	6.8	7.0	7.3	9.3	10.6	11.2	12.0	12.2
Activo financiero a c/p	1.2	1.2	1.3	1.4	2.1	2.7	3.1	3.0	2.9	2.5
ACTIVO FINANCIERO NETO	6.3	7.4	8.1	8.4	9.4	12.0	13.7	14.2	14.9	14.7
TOTAL ACTIVO NETO	100									
PASIVO										
Recursos propios	45.4	45.9	47.0	49.0	52.0	55.7	57.8	58.1	56.6	53.3
Provisiones	0.5	0.6	0.8	1.2	1.5	2.0	1.8	2.0	2.1	2.3
Recursos ajenos l/p	39.6	38.9	38.2	36.5	34.1	31.5	29.8	27.3	26.2	28.7
Recursos ajenos c/p con coste	14.5	14.6	14.0	13.2	12.4	10.9	10.6	12.6	15.1	15.7
TOTAL PASIVO	100									

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Comparando estas cifras, se aprecia claramente que el activo de explotación a precios corrientes y en valor contable, comienzan a diverger en 1985 y aumenta progresivamente la diferencia por el efecto acumulado de los precios. Comparando el Cuadro n.º 2a con el Cuadro n.º 5, el activo neto de explotación ajustado es 19.36 en 1991, mientras que el contable es 17.3, es decir, una diferencia del 12 por cien. En 1992 la diferencia se estrecha ligeramente (3).

Por lo que respecta a la Cuenta de Resultados, el efecto de no realizar los

ajustes repercute en mayor medida en los primeros años, en los que las tasas de inflación eran relativamente elevadas. El resultado de las actividades de explotación y financiera contable sobreestima el económico al existir una pérdida de poder adquisitivo de los activos monetarios no recogida en el primero. Sin embargo, los estados contables infravaloran el resultado

(3) Esto se debe a que en este año el incremento en los precios de los bienes de equipo es del 1.8 por cien, menor que la tasa de progreso técnico, 3 por cien (ver Salas, 1992).

Cuadro n.º 3 (a). Cuenta de resultados por trabajador ajustada

(En millones de pesetas)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
VALOR AÑADIDO BRUTO	3.17	3.65	4.04	4.62	4.83	5.41	5.80	6.14	6.72	7.29
- Gastos de personal	1.92	2.10	2.30	2.53	2.74	2.99	3.34	3.68	4.08	4.42
RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	1.25	1.55	1.74	2.09	2.09	2.42	2.47	2.46	2.64	2.88
- Amortizaciones y provisiones	0.52	0.67	0.75	0.79	0.86	0.90	0.96	1.04	1.26	1.53
RESULTADO ECONÓMICO NETO DE EXPLOTACIÓN	0.73	0.88	0.99	1.30	1.23	1.52	1.50	1.42	1.37	1.35
- Ajuste dot. amortización	0.00	0.00	0.03	0.05	0.07	0.09	0.11	0.14	0.18	0.16
- Pérdida poder adquisitivo activos monetarios	0.06	0.09	0.12	0.13	0.06	0.04	0.05	0.04	0.04	0.04
RESULTADO ECONÓMICO NETO A PRECIOS DE REPOSICIÓN	0.67	0.79	0.84	1.12	1.11	1.39	1.34	1.24	1.15	1.14
+Ingresos financieros reales	0.04	0.03	0.06	0.07	0.18	0.22	0.23	0.23	0.25	0.23
Ingresos financieros	0.12	0.14	0.17	0.18	0.24	0.28	0.36	0.39	0.40	0.48
+ Resultado Cartera de Valores	0.01	-0.00	0.00	0.00	0.02	0.04	0.04	0.02	0.05	-0.02
- Pérdida poder adquisitivo activos financieros	0.09	0.11	0.11	0.12	0.08	0.10	0.17	0.19	0.20	0.20
RESULTADO ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN Y FINANCIERAS	0.71	0.81	0.90	1.19	1.29	1.61	1.57	1.47	1.40	1.38
- Gastos financieros reales	0.16	0.21	0.27	0.21	0.51	0.50	0.40	0.51	0.60	0.65
-Gastos financieros	0.90	1.03	0.96	0.89	0.88	0.84	0.90	1.04	1.16	1.34
+ Pérdida poder adquisitivo deuda	0.74	0.82	0.69	0.68	0.38	0.34	0.50	0.53	0.55	0.68
+ Otros ingresos netos	0.10	0.12	0.09	0.06	0.16	0.12	0.20	0.14	0.06	-0.19
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS AJUSTADO	0.65	0.73	0.72	1.04	0.95	1.24	1.36	1.11	0.86	0.54
- Impuesto sobre beneficios	0.11	0.10	0.18	0.37	0.26	0.34	0.33	0.34	0.28	0.26
RESULTADO NETO DEL ACCIONISTA AJUSTADO	0.54	0.63	0.54	0.66	0.69	0.90	1.04	0.77	0.59	0.28

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 3 (b). **Cuenta de resultados por trabajador ajustada**

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
VALOR AÑADIDO BRUTO	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
- Gastos de personal	60.6	57.6	57.0	54.7	56.7	55.3	57.5	59.9	60.8	60.6
RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	39.4	42.4	43.0	45.3	43.3	44.7	42.5	40.1	39.2	39.4
- Amortizaciones y provisiones	16.5	18.4	18.5	17.2	17.8	16.6	16.6	16.9	18.8	20.9
RESULTADO ECONÓMICO NETO DE EXPLOTACIÓN	22.9	24.1	24.4	28.1	25.5	28.1	15.9	23.2	20.4	18.5
- Ajuste dot. amortización	0.0	0.0	0.6	1.0	1.3	1.7	1.9	2.3	2.7	2.2
- Pérdida poder adquisitivo activos monetarios	1.9	2.5	2.9	2.8	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
RESULTADO ECONÓMICO NETO A PRECIOS DE REPOSICIÓN	21.0	21.6	20.9	24.2	23.0	25.7	23.1	20.2	17.2	15.7
+Ingresos financieros reales	1.2	0.7	1.5	1.5	3.7	4.1	3.9	3.7	3.7	3.2
RESULTADO ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN Y FINANCIERAS	22.2	22.3	22.4	25.7	26.7	29.8	27.0	23.9	20.9	18.9
- Gastos financieros reales	5.1	5.7	6.7	4.5	10.5	9.1	6.9	8.2	9.0	9.0
+ Otros ingresos netos	3.3	3.4	2.1	1.2	3.4	2.2	3.4	2.4	0.9	-2.5
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS AJUSTADO	20.4	20.0	17.8	22.4	19.6	22.9	23.5	18.0	12.9	7.4
- Impuesto sobre beneficios	3.5	2.7	4.4	8.1	5.3	6.3	5.6	5.6	4.2	3.6
RESULTADO NETO DEL ACCIONISTA AJUSTADO	16.9	17.3	13.5	14.3	14.3	16.6	17.9	12.4	8.7	3.8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 4. **Índices de precios**

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
IPC	12.1	11.3	8.8	8.8	5.2	4.8	6.8	6.7	5.9	5.9
I.P. de los Bienes de Equipo	12.6	9.6	6.7	5.9	4.7	6.1	5.1	6.1	5.2	1.8

Fuente: I.N.E. y Contabilidad Nacional.

Cuadro n.º 5. Estimaciones contables de algunas partidas

(En millones de pesetas por trabajador)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Activo neto de explotación	10.6	12.6	13.4	13.6	13.2	13.7	14.2	15.3	17.3	20.4
Resultado de explotación y financiero	0.85	1.02	1.16	1.48	1.49	1.84	1.90	1.84	1.82	1.81
Resultado después de impuestos	-0.06	0.01	0.10	0.27	0.51	0.79	0.87	0.60	0.45	0.02

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

antes de impuestos al no contar la pérdida de poder adquisitivo de la deuda en la cuenta de resultados, la estimación contable se sitúa en promedio un 37 por cien por debajo de la económica.

Resulta necesario aclarar que el signo de las diferencias obtenidas en este trabajo entre el resultado neto contable y el resultado neto ajustado no deben considerarse generalizables a todas las empresas, pues dependerá siempre del volumen de recursos ajenos en relación a los activos de carácter monetario (de explotación y financieros).

En conclusión, realizando una estimación a precios de reposición de los bienes de capital de la empresa y de sus beneficios económicos, podremos obtener una imagen más aproximada a la realidad de la empresa española no financiera, en cuanto que dicha imagen no está distorsionada por el efecto de variaciones absolutas y relativas de los precios. Con la metodología utilizada se pone el acento, primero, en homogeneizar la muestra para facilitar las comparaciones intertemporales a lo largo de todo el período y, segundo, en expresar todas las partidas de los estados contables en pesetas corrientes del año e incluir todos los costes e ingresos relevantes en el cálculo del beneficio.

En adelante, todas las series ajustadas se actualizarán a pesetas de poder adquisitivo constante de 1983.

3. ACTIVIDAD INVERSORA

En este apartado se realiza un análisis de la evolución de la inversión de la empresa española, predominantemente descriptivo, correspondiente a los años 1983-1992. Partiremos de la máxima agregación (activo total) y llegaremos a la desagregación de los activos de explotación y los activos financieros en masas patrimoniales.

En la evolución del activo total (Cuadro n.º 6) se distinguen varias etapas diferenciadas: 1983-1985, en la que crecen los activos por empleado pero a la vez hay una disminución en el empleo (Gráfico n.º 1), por lo que no se puede concluir que las empresas hayan incrementado la inversión neta; 1986 y 1987, años en los que ocurre el proceso inverso, disminución de los activos por empleado e incremento en el empleo; de 1987 a 1990, se produce al mismo tiempo un aumento de los activos por empleado y en el nivel de empleo en las empresas, lo que es señal del importante proceso inversor en estos años que continúa en 1991. En 1992, sin

embargo, vuelve a coincidir el fuerte aumento en los activos por empleado con una importante disminución en el empleo. En conjunto, de 1983 a 1992 el activo por empleado crece un 25 por cien en pesetas constantes, con niveles de empleo (4) similares en ambos años, de lo que se deduce que ha habido una fuerte intensificación del capital a lo largo del período.

En el apartado de metodología ya se apuntaba la distinción hecha entre activos de explotación y activos financieros. Los primeros se aplican al proceso productivo, junto al resto de factores, para obtener el output propio de la explotación. Los activos financieros son, sin embargo, el único factor relevante para la obtención de los ingresos financieros, en el desarrollo de una actividad distinta a la propia de la empresa.

En el Gráfico n.º 1 y en el Cuadro n.º 6, se presenta la evolución de los activos de explotación. El activo de explotación, traza una curva similar al activo total hasta 1987, pero a partir de ese año permanece estable hasta 1990 (frente a un crecimiento del activo total en esos años). En 1991 y 1992, el

crecimiento en los activos de explotación puede ser motivado exclusivamente por la disminución en el empleo. Frente al crecimiento del 25 por cien en el activo total de 1983 a 1992, el activo de explotación crece tan solo un 13 por cien en los mismos años. El período 1987-1990, con un significativo crecimiento del empleo, el activo de explotación por empleado permanece estable, por lo que la tasa de incremento de estos activos fue similar a la de crecimiento del empleo.

Dentro de estos activos de explotación, es el inmovilizado el que marca su tendencia por ser la partida predominante en los mismos. En 1988 y 1989, el inmovilizado de explotación por empleado es aproximadamente el mismo que en 1983 y crece en los años posteriores para situarse en 1992 en niveles un 23 por cien superiores a los de 1983. Esto supone en definitiva un aumento en la dotación de bienes de capital por trabajador.

La evolución de las existencias es claramente decreciente de 1983 a 1987 y en los años posteriores se estabiliza. En el conjunto del período pierde notablemente participación en el activo de explotación y, en pesetas constantes, disminuye su valor absoluto un 21 por cien. La estabilidad de esta partida en los dos últimos años, unida a la pérdida de empleo en los mismos

(4) El nivel de empleo se ha calculado a partir de las tasas de crecimiento en el empleo de las mismas empresas año a año de la Central de Balances.

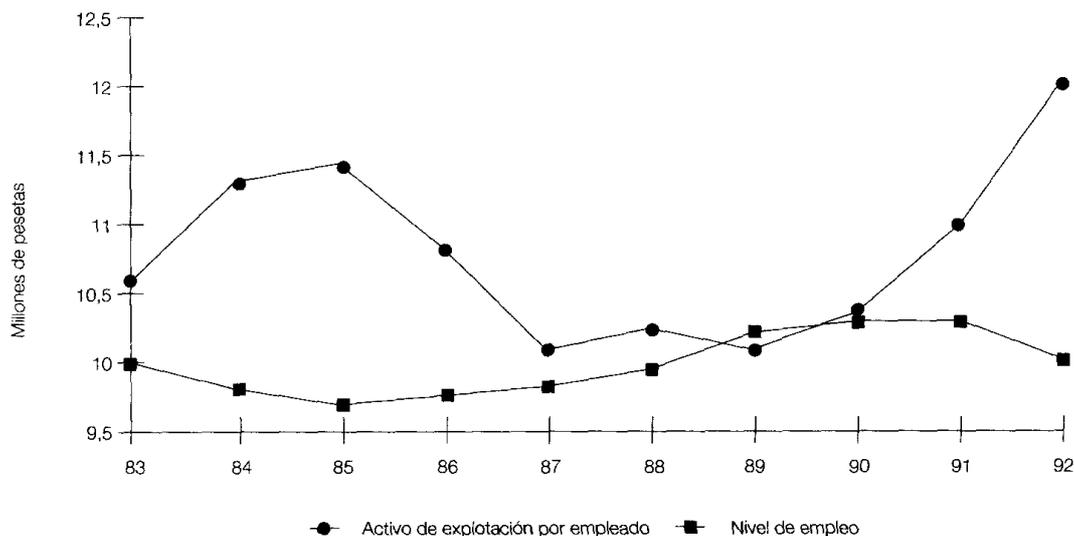
Cuadro n.º 6. Activo total a precios de reposición

(En millones de pesetas constantes de 1983 y %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Activo de explotación	10.6	11.3	11.4	10.8	10.1	10.2	10.1	10.3	11.0	12.0
En estructura (%)	93.7	92.6	91.9	91.6	90.6	88.0	86.3	85.8	85.1	85.3
Activo financiero	0.71	0.90	1.01	1.00	1.05	1.40	1.60	1.71	1.94	2.07
En estructura (%)	6.3	7.4	8.1	8.4	9.4	12.0	13.7	14.2	14.9	14.7
Activo total	11.3	12.2	12.4	11.8	11.2	11.6	11.7	12.0	13.0	14.1
En estructura (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Gráfico n.º 1. Activo de explotación y evolución del empleo



Nivel de empleo 1983 = 10. índice construido a partir de tasas de crecimiento del empleo en las empresas de la Central de Balances (tasas sobre mismas empresas del año anterior).

En millones de pesetas constantes de 1983.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE

años, se interpreta como una disminución de este saldo en las empresas. Tradicionalmente se asignaba un carácter cíclico a esta partida asociado al ciclo de la actividad, es decir, las existencias aumentaban cuando descendían las ventas por el retraso en ajustar los ritmos y capacidad productivos, y por la misma razón disminuían cuando crecían las ventas. La rotación de las existencias (ver Cuadro n.º 8), sin embargo, aumenta a lo largo de casi todo el período, por lo que se puede concluir que ha habido un cambio en las políticas de producción y aprovisionamiento dirigido a aumentar la agilidad de respuesta ante variaciones en la actividad y a disminuir el nivel general de los inventarios, lo que redundaría en una mejora de la eficiencia en la gestión de los activos.

Con respecto a los activos monetarios, más inestables en su evolución, disminuyen de 1983 a 1992 tanto en valor como en porcentaje sobre el activo de explotación.

En cuanto al activo financiero, la tendencia que presenta es creciente en todo el período tanto en términos absolutos —en pesetas constantes el activo financiero casi se triplica de 1983 a 1992— como en términos relativos, representando cada vez una parte mayor del activo total, como se comprueba en el Cuadro n.º 6; los activos financieros pasan de ser un 6.3 por cien del activo total en 1983 a un 14.7 por cien en 1992. Más adelante se profundizará en la importancia de este fenómeno, relacionándolo con la rentabilidad de estas inversiones y el coste financiero.

En relación a la composición de los activos financieros, ésta se muestra en el Cuadro n.º 9, donde se distingue entre el corto y el largo plazo. El fuerte aumento constatado en los activos financieros se produce de forma similar en ambos tipos de activos. La composición de la cartera de activos financieros entre el corto y el largo plazo

Cuadro n.º 7. Activo de explotación a precios de reposición. Componentes

(En millones de pesetas constantes de 1983 y %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inmoviliz. neto explotación	8.26	8.90	8.72	8.32	8.07	8.28	8.25	8.55	9.28	10.2
En estructura (%)	78.3	78.5	76.5	76.8	79.5	81.0	82.0	82.7	84.0	84.7
Existencias	1.80	1.72	1.63	1.48	1.39	1.40	1.39	1.43	1.41	1.43
En estructura (%)	17.0	15.1	14.3	13.7	13.7	13.7	13.8	13.9	12.7	11.9
Activos monetarios	0.49	0.73	1.11	1.10	0.77	0.61	0.46	0.36	0.37	0.40
En estructura (%)	4.7	6.4	9.7	10.1	7.6	6.0	4.5	3.5	3.3	3.3
Total activo de explotación	10.6	11.3	11.4	10.8	10.1	10.2	10.1	10.3	11.0	12.0
En estructura (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 8. Rotación de las existencias

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Ventas / saldo medio de existencias	6.06	6.49	6.96	6.98	7.75	8.14	8.49	8.26	8.51	8.63

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 9. Activo financiero

(En millones de pesetas constantes de 1983 y %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inmovilizado financiero	0.58	0.76	0.85	0.83	0.82	1.08	1.24	1.34	1.56	1.72
En estructura (%)	81.0	83.9	83.6	83.3	77.8	77.4	77.5	78.6	80.4	83.1
Activos financieros c/p	0.13	0.14	0.17	0.17	0.23	0.32	0.36	0.37	0.38	0.35
En estructura (%)	19.0	16.1	16.4	16.7	22.2	22.6	22.5	21.4	19.6	16.9
Activo financiero total	0.71	0.90	1.01	1.00	1.05	1.40	1.60	1.71	1.94	2.07
En estructura (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

dependerá fundamentalmente de las expectativas de cambio en los tipos de interés y por tanto en la rentabilidad. Los activos a corto plazo representan un porcentaje mayor en los años de 1987 a 1989, mostrando perspectivas de aumento en la rentabilidad de estos activos, mientras que en el período de 1990 a 1992 ocurre lo contrario, disminución del peso de los activos a corto plazo por expectativas de disminución en la rentabilidad. En el apartado de estructura financiera se comparará esta hipótesis sobre las expectativas de evolución de los tipos de interés al estudiar la composición de la deuda. En general, tanto a corto como a largo plazo, los activos financieros experimentan un crecimiento significativo de principio a fin del período.

En resumen, como conclusiones más relevantes del apartado, cabe destacar el fuerte crecimiento en los activos financieros, mientras que el inmovilizado de explotación muestra un perfil decreciente hasta 1987 y posteriormente una fase de crecimiento, resultado de la cual, su valor en 1992 es un 23 por cien superior al de 1983. El activo total se ve afectado en su evolución por la tendencia decreciente observada en existencias y activos monetarios.

4. ESTRUCTURA FINANCIERA Y COSTES DE CAPITAL

En este apartado se estudia la evolución histórica de la estructura financiera de la empresa española representativa, así como la de los costes de capital existentes durante el período 1983-1992. Dentro de los costes de capital únicamente nos centraremos en los costes de capital financiero dejando al margen los costes de capital económicos. Con el término capital financiero hacemos referencia a la aportación de los fondos monetarios necesarios para la adquisición de bienes de capital productivo, que provienen de dos fuentes principales:

Fondos Propios (acciones y beneficios retenidos) y Ajenos (deuda con coste). Los empresarios o gestores de las empresas, a la hora de elegir su fuente de financiación, atienden al principio de racionalidad económica por lo que acudirán a la financiación de menor coste, aunque existen a su vez otros factores que también hay que tener en cuenta (disponibilidad...).

4.1. Estructura Financiera

Para estudiar la composición de los recursos financieros, acudimos al pasivo del Balance que representa la estructura financiera o fuentes de financiación de la empresa y que queda desglosado en dos grandes partidas: Fondos Ajenos y Fondos Propios.

Si analizamos la composición de la Deuda que queda reflejada por ratios en el Cuadro n.º 10 observamos que durante los tres primeros años estudiados la proporción de la Deuda con coste sobre Pasivo Total Neto es superior al 50 por cien y disminuye progresivamente hasta 1990 aumentando durante 1991 y 1992, aunque permanece por debajo del 50 por cien del Pasivo Total Neto. Es decir, el peso de la Deuda ha sido superior al de los Fondos Propios de 1983 a 1985, invirtiéndose esta relación a partir de 1986, pero aumentando ligeramente el volumen de deuda en los dos últimos años.

La Deuda con coste puede clasificarse por sus plazos (largo plazo y corto plazo), por su naturaleza (procedente de Entidades de Crédito u otras) o bien mediante la combinación de ambas.

Atendiendo a la primera clasificación, los Recursos Ajenos estables sobre Deuda Total se mantienen prácticamente constantes alrededor de un 73 por cien durante el período 1983-1989; disminuyen de forma pronunciada en los años 1990 y 1991 adquiriendo un volumen del 68.5 por cien y 63.5 por cien respectivamente; y en el último año analizado se observa un aumento de dicho volumen hasta alcanzar el 64.7 por cien.

Cuadro n.º 10. Composición de la Deuda

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Deuda con coste / Pasivo Total Neto	54.10	53.47	52.21	49.79	46.55	42.37	40.41	39.93	41.28	44.38
Deuda con coste / Fondos Propios	117.9	114.9	109.2	99.17	87.08	73.51	67.82	66.48	70.30	79.79
Deuda sin coste / Deuda total	43.31	39.77	39.48	43.66	51.84	57.63	62.76	66.83	64.54	58.77
Deuda CP / Deuda total	26.84	27.33	26.84	26.60	26.69	25.66	26.21	31.53	36.54	35.27
Financiación Entidades de Crédito CP / Deuda CP	95.46	90.86	85.49	82.70	81.52	77.42	70.57	65.02	62.28	59.18
Deuda LP / Deuda total	73.16	72.68	73.16	73.40	73.32	74.34	73.80	68.47	63.47	64.73
Financiación Entidades de Crédito LP / Deuda LP	65.52	67.64	62.73	57.97	58.37	60.24	59.44	60.44	58.26	54.81

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Los Recursos Ajenos circulantes, también se mantienen constantes con pequeños incrementos y disminuciones en el período 1983-1989 y en 1990 y 1991 aumentan considerablemente disminuyendo levemente en 1992 hasta representar el 35 por cien sobre Deuda total. Este incremento de los últimos años podría deberse a la disminución de la partida de Deuda sin coste (proveedores y otros), que disminuye durante los dos últimos años, conjuntamente con las expectativas de bajada del tipo de interés lo que lleva a endeudarse menos a largo plazo y más a corto.

En cuanto a la naturaleza o procedencia, indicar que la principal fuente de estos fondos son las Entidades de Crédito que, aunque pierde importancia durante todo el período analizado a favor de otras fuentes de financiación (principalmente Obligaciones), supera en todo momento el 55 por cien (73.55 por cien en 1983 a 56.35 por cien en 1992).

La proporción de esta fuente es mucho mayor en el corto plazo que en el largo plazo aunque las diferencias se hacen más

pequeñas en los últimos años del período. La partida de financiación con Entidades de Crédito a corto plazo, que tiende a disminuir, representa casi la totalidad de la Deuda a corto plazo en 1983 con un volumen del 95.5 por cien y en 1992, a pesar de mantenerse como la partida de más importancia, ha disminuido en 36 puntos aproximadamente representando el 59.2 por cien de la Deuda a corto plazo. La Deuda bancaria a largo plazo se mantiene en una proporción superior al 50 por cien de la Deuda total a largo plazo durante todo el período, aunque también muestra una tendencia decreciente pasando de un 65.5 por cien en 1983 a un 54.8 por cien en 1992.

Ya se ha comentado que la financiación procedente de Obligaciones y Otras tiene una tendencia creciente en todos los casos. A largo plazo, las Obligaciones pasan de un 19.6 por cien en 1983 a un 25.5 por cien en 1992 (incremento aproximado de 6 puntos); a corto plazo pasan de ser nulas en 1983 a tener un volumen del 21 por cien en 1992. El resto de financiación con coste explícito

representaba en el corto plazo un 14.9 por cien en 1983 y un 19.7 por cien en 1992 (aumento aproximado de 5 puntos) y en el largo plazo un 4.5 por cien en 1983 y un 19.8 por cien en 1992.

La Deuda sin coste explícito mantiene su peso hasta 1986, aumentando de forma pronunciada debido posiblemente al aumento de los tipos de interés. A partir de ese año aumenta considerablemente hasta 1991 que empieza a disminuir. Esta partida supera en todo momento a la partida de Deuda con coste a corto plazo, razonable desde el punto de vista económico al ser una fuente de financiación sin coste explícito.

Por lo que respecta a la composición de los Fondos Propios (Cuadro n.º 11), se observa que la partida de Capital se mantiene prácticamente constante alrededor del 43 por cien; en 1983 el Capital representaba un 44.90 por cien sobre la totalidad de Fondos Propios y en 1992 un 42.08 por cien. Las partidas de Subvenciones y Provisiones tienen una tendencia creciente pasando las primeras de representar un 1.15 por cien de los Fondos Propios a un 2.45 por cien, es decir, un aumento de 1.30 puntos y las

segundas, de un 1.20 por cien en 1983 a un 4.11 por cien en 1992, es decir un crecimiento de casi tres puntos.

Más variaciones se observan en los ratios de Cuentas de Actualización y Revalorización sobre Fondos Propios y Reservas y Otros también sobre Fondos Propios, que además tienen evoluciones contrarias. Si nos centramos en primer lugar en las Cuentas de Actualización y Revalorización, vemos que su evolución es claramente decreciente. El peso de este ratio, durante los primeros años, es elevado llegando a ser similar al del Capital. La empresa española pudo contabilizar, en su Cuenta de Actualización y Revalorización, las revalorizaciones de elementos patrimoniales procedentes de la aplicación de Leyes de Actualización, en nuestro caso, la Ley 9/ 1983 de 13 de julio de Presupuestos Generales del Estado para 1983 (Incorporándose además las revalorizaciones del inmovilizado realizadas desde 1984); ello justifica la gran importancia de la misma durante los primeros años. Su volumen pasa de ser un 41.59 por cien en 1983 a un 23.21 por cien en 1992, por tanto disminuye en 18.38 puntos, lo cual vendría explicado por las diferencias en las

Cuadro n.º 11. Composición Fondos Propios

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Capital / Fondos Propios	44.90	43.25	41.81	41.48	41.98	39.93	38.86	37.88	38.51	42.08
Reserva / Fondos Propios	11.16	11.55	15.60	19.83	22.91	27.72	29.81	29.58	29.03	28.15
Cuentas de Actualización y Revalorización / Fondos Propios	41.59	42.18	39.04	34.26	29.94	26.55	25.84	26.94	26.48	23.21
Subvenciones / Fondos Propios	1.15	1.70	1.91	2.09	2.39	2.36	2.41	2.29	2.30	2.45
Provisiones / Fondos Propios	1.20	1.33	1.65	2.35	2.78	3.44	3.07	3.31	3.68	4.11
Fondos Propios / Pasivo	45.90	46.53	47.79	50.21	53.46	57.63	59.59	60.07	58.72	55.62

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 12. Tasa de dividendos

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bº del Accionista Ajustado*	537.2	568.4	448.8	502.6	498.2	618.1	668.1	462.2	333.7	148.3
Dividendos**	131.8	160.9	186.7	220.8	293.2	393.0	377.9	404.0	407.4	422.4
Rdos. positivos de las empresas (contables)**	387.5	457.8	558.6	923.0	994.4	1287	1344	1248	962.7	914.8
Rdos. negativos de las empresas (contables)**	442.5	443.4	454.2	652.5	482.9	501.1	474.8	642.9	514.3	891.3
Tasas de dividendos (%)	34.02	35.16	33.42	23.92	29.49	30.54	28.12	32.38	42.32	46.18

* En miles de pesetas constantes de 1903.

** En miles de pesetas corrientes.

Tasa de dividendos = Volumen de Dividendos/Resultados positivos de las empresas (valor contable).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

tasas de incrementos de precios al principio y al final del período.

Por último, dentro de los Fondos Propios, quedaría analizar el ratio Reservas y Otros sobre Fondos Propios cuya pendiente es positiva pasando de un 11.16 por cien en 1983 aun 28.15 por cien en 1992 debido a que los beneficios retenidos durante el período analizado han sido muy importantes. Por ello, habrá que justificar este incremento de las Reservas teniendo en cuenta también los beneficios líquidos y los dividendos: Beneficio Líquido = Beneficio Retenido + Dividendos.

Antes de pasar a comentarlo analicemos otros puntos de interés y necesarios para el posterior desarrollo, como son: la Autofinanciación y la Política de Dividendos.

La Autofinanciación se compone de la amortización y provisiones más los beneficios retenidos. Los beneficios retenidos es la parte de beneficio líquido (resultado neto del accionista) que no se reparte vía dividendos. Por ello es necesario también analizar cuál ha sido la Política de Dividendos de la empresa representativa española.

De acuerdo con la información del Cuadro n.º 12, la proporción de beneficios distribuidos como dividendos, tasa de dividendos, oscila de forma notable a lo largo del período analizado, 1983-1992. El incremento de dicha tasa durante los tres últimos años refleja tanto el aumento en los dividendos pagados como la disminución de los beneficios de las empresas con resultados positivos (datos contables). Quizás esta actuación se debe a una estrategia de reparto de dividendos de la empresa española representativa consistente en una cantidad fija por acción en lugar de un porcentaje fijo sobre los beneficios (en este caso se hubiera llegado a una tasa de dividendos constante). Esto ha provocado una menor retención de beneficios en aquellos años con peores resultados (1990-1992), influyendo notablemente en la evolución de la Autofinanciación que, aunque tiene una tendencia creciente hasta 1989, disminuye en 1990 y 1992 (ver Cuadro n.º 13). Esta disminución de la Autofinanciación es debida a la menor retención de beneficio ya que la partida de amortización y provisiones aumenta durante todo el período. El

aumento en 1991 se debe únicamente al descenso del empleo, al tratarse de partidas expresadas en pesetas por trabajador.

La importancia de los ajustes realizados (dividir por trabajador y ajustar por inflación) queda reflejada en el Gráfico n.º 2, donde se comparan las cifras de autofinanciación obtenidas en este trabajo con las de otros autores a partir de datos contables sin ajustar. El crecimiento de la autofinanciación según los beneficios contables es de un 255 por cien entre 1983 y 1989, frente a un 87 por cien para el mismo período cuando se calcula según beneficios ajustados.

Queda hacer hincapié en los resultados de los tres últimos años. Se puede observar que los beneficios retenidos empiezan a perder importancia llegando incluso a ser negativos en 1992 (-147.2 en pesetas de 1992 ó -79.3 en pesetas de 1983) lo que nos indica que en el conjunto de la muestra se está produciendo una descapitalización de la empresa española representativa, vía dividendos.

El resultado neto del accionista o beneficio líquido es creciente hasta 1989 y disminuye durante los tres últimos años analizados; evolución muy similar tienen los beneficios retenidos que corresponden a casi la totalidad del beneficio líquido. En conjunto

el beneficio retenido crece un 63 por cien de 1983 a 1989 y de 1990 a 1992 disminuye hasta hacerse negativo para la empresa representativa. Sin embargo, los dividendos aumentan durante todo el período pasando de 131823 en 1983 a 422450 en 1992, debido a la política, ya comentada, seguida por la empresa. Teniendo en cuenta estas evoluciones se puede explicar esa disminución de las Reservas durante los tres últimos años, que a su vez influye en la proporción de Fondos Propios sobre Pasivo Total Neto disminuyendo su importancia, ya que a excepción de las Reservas y las Cuentas de Actualización (esta última por lo ya explicado) todas las partidas aumentan su importancia sobre Fondos Propios durante esos años.

4.2. Costes de Capital

Las prácticas contables convencionales consideran a la remuneración del input capital como una renta residual resultante de deducir de los ingresos del período los costes explícitos en que se ha incurrido para obtenerlos. Sin embargo, desde el punto de vista económico, el coste de capital financiero está ligado al coste de oportunidad que soporta el propietario de los fondos

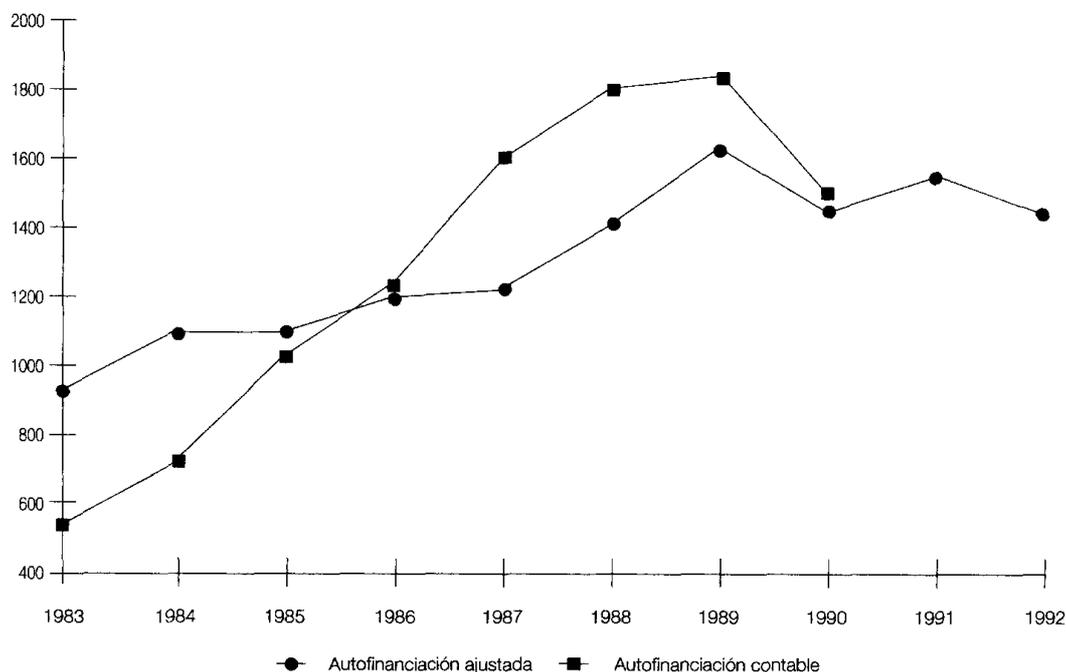
Cuadro n.º 13. **Autofinanciación**

(En miles de pesetas corrientes)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Amortización y Provisiones	523.1	670.4	774.7	843.0	924.2	987.6	1076	1183	1442	1690
Beneficio Retenido ajustado	405.4	471.7	356.8	441.4	397.3	504.7	658.6	361.1	177.6	-147
Autofinanciación ajustada	928.5	1142	1131	1284	1322	1492	1735	1544	1620	1542

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Gráfico n.º 2. **Autofinanciación contable vs ajustada**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y Azofra y Fernández (1992)

monetarios, que estará dispuesto a invertirlos en la empresa si la retribución que obtiene es al menos la rentabilidad que recibiría si los emplea en opciones alternativas de iguales características en cuanto al riesgo. Este coste de oportunidad no será el mismo cuando la aportación de fondos se realice en forma de deuda que cuando sea en forma de acciones (fondos propios). Cuando se contrata deuda, se pacta de antemano un tipo de interés por la operación, de forma que la incertidumbre se reduce a las posibles pérdidas que le acarrea una situación de quiebra. Este tipo de interés lo obtendremos calculando el coste medio de la deuda remunerada (5) (interés nominal y real). Pero la aportación de fondos vía acciones soporta una renta sujeta a la incertidumbre económica no sólo del negocio sino también por la existencia de capital

(5) Gastos financieros / Deuda remunerada.

financiero en forma de deuda. Por ello un accionista tiene como coste de oportunidad la rentabilidad a la que renuncia por no colocar sus fondos en opciones alternativas de riesgo similar. Es decir, el coste de los Fondos Propios (K) sería el tipo de interés (i) más una prima por riesgo diferencial (ϵ): $K = i + \epsilon$. Para calcularlo, nos basaremos en el precio de mercado de una acción de la empresa que será el valor actualizado de las rentas que obtendrá el accionista a lo largo del tiempo. De donde se obtiene que el coste de capital es: (Ver Anexo 1).

$$K = \frac{d}{PER} + g$$

siendo d la tasa de distribución del beneficio líquido, PER, la relación del precio de una acción con su beneficio por acción. Se trabajará con el PER medio de la Bolsa Española, ratio que fácilmente se encuentra en la mayoría de las fuentes de información

Cuadro n.º 14. Coste de capital

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Interés nominal	14.76	14.14	12.24	11.48	12.22	11.73	12.30	13.04	12.32	11.53
Interés real (1)	2.37	2.55	3.16	2.47	6.68	6.61	5.15	5.95	6.06	5.32
PER (veces)	7.49	9.00	10.80	16.00	15.10	15.60	12.00	8.70	9.80	8.70
Tasa de dividendos (d)	34.02	35.16	33.42	23.92	29.49	30.54	28.12	32.38	42.32	46.18
Incremento del PIB pm (g)	2.20	1.50	2.60	3.20	5.60	5.20	4.70	3.70	2.30	1.00
Coste Fondos Propios (K)	6.74	5.41	5.69	4.69	7.55	7.16	7.04	7.42	6.62	6.31
Coste Ponderado (2)	4.38	3.88	4.37	3.59	7.14	6.93	6.28	6.83	6.39	5.87

$$(1) i_r = \frac{1+i}{1+p} - 1 \text{ (ver anexo 1)}$$

$$(2) \alpha = k(1-b) + b i_r \text{ (Ver anexo 1)}$$

Fuente: Central de Balances, Bolsa de Madrid, Cuentas Financieras de la Economía Española del Banco de España y elaboración propia.

bursátil. Y por último, g es la tasa de crecimiento de los dividendos. Como aproximación a esta tasa se utiliza el incremento en el PIB a precios de mercado.

El Interés nominal ha disminuido de 1983 a 1986, en 1988, 1991 y 1992, aumentando en los años restantes, con unos valores que van desde el 14.76% en 1983 (valor más alto de la serie) a un 11.48 por cien en 1986 (el más bajo), muy próximo al año 1992 (11.53 por cien). Se observa en conjunto una evolución decreciente de 1983 a 1992, disminuyendo el tipo de interés nominal en 3.23 puntos. Sin embargo, lo que parecería en un primer momento un abaratamiento del coste de la deuda, no queda constatado por la evolución del tipo de interés real que es contraria al tener una evolución creciente. Se ha producido un incremento superior al cien por cien, especialmente cuando el tipo real se eleva en cuatro puntos porcentuales.

El coste de capital de los Fondos Propios sigue un perfil similar al tipo de interés real aunque siempre se mantiene por encima de éste. Realizando la diferencia de ambos se

obtiene la prima de riesgo del período que ha sido de media un 2 por cien aunque con ciertas oscilaciones.

A partir de las fuentes de financiación utilizadas y sus costes, podemos obtener un coste real ponderado o de oportunidad financiera de la empresa española representativa que sigue una evolución semejante al tipo de interés real y al coste de los fondos propios, con valores intermedios entre ambos. Podríamos establecer también dos subperíodos, de 1983 a 1986 con un coste medio aproximado del 4 por cien, y de 1988 a 1992 con un valor del 6.45 por cien. En 1987 se alcanza el valor máximo del período con un 7.14 por cien.

Como conclusión, indicar que durante el período analizado se ha producido una importante sustitución de Fondos Ajenos por Fondos Propios desde 1983 a 1990 lo que ha permitido un saneamiento progresivo y una mejora de la estructura financiera de la empresa representativa española. Esto ha sido posible gracias al incremento de la Autofinanciación (las

Cuadro n.º 15. **Resultado económico bruto de la explotación**

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Resultado económico bruto(*)	1250	1392	1434	1587	1508	1666	1589	1489	1504	1549
Porcentaje sobre el valor añadido	39.4	42.4	43.0	45.3	43.3	44.7	42.5	40.1	39.2	39.4
Crecimiento del salario real (%)		-1.5	1.0	-1.0	2.4	3.3	4.2	2.6	3.9	1.9

(*) El valor del resultado bruto en 1986 está influido por la introducción del I.V.A., como se explica en el apartado de metodología. Datos en miles de pesetas constantes de 1983.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

empresas, en promedio, han retenido una mayor parte de los beneficios generados, disminuyendo la tasa de dividendos hasta 1989), al mantenimiento de la aportación de los accionistas y a una mejora de los resultados empresariales. Durante 1991 y 1992 la situación de la empresa española empeora y empieza a reflejarse el comienzo de la crisis económica (más endeudamiento, menores resultados y menos beneficios retenidos llegando incluso a una descapitalización).

5. RESULTADOS DE LAS EMPRESAS

En los apartados previos, se ha estudiado el comportamiento inversor de las empresas

y sus fuentes de financiación. Ambos se plasman finalmente en la obtención de unos resultados que a su vez condicionan la inversión y financiación. Los beneficios empresariales surgen del pasivo y el activo de la empresa, y repercuten a su vez sobre éstos, en forma de ahorro empresarial e inversión.

En este apartado, se muestra la evolución de los resultados empresariales, poniendo el énfasis en la comparación de las estimaciones económica y contable de los beneficios.

En primer lugar se presenta en el Cuadro n.º 15, el resultado económico bruto en miles de pesetas constantes y en porcentaje sobre el valor añadido, así como la variación en el salario real, como determinante del anterior.

Cuadro n.º 16. **Resultado económico neto de la explotación**

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Resultado económico neto contable (*)	727	790	815	984	888	1.049	968	861	783	727
Porcentaje sobre el valor añadido	22.9	24.1	24.4	28.1	25.5	28.1	25.9	23.2	20.4	18.5
Resultado económico neto ajustado (*)	668	707	697	850	801	957	864	750	659	616
Porcentaje sobre el valor añadido	21.0	21.6	20.9	24.3	23.0	25.7	23.1	20.2	17.2	15.7

(*) En miles de pesetas constantes de 1983.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 17. Resultado actividad explotación y financiera

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Resultado Actividad Explotación y Financiera (*)	852	914	955	1123	1074	1270	1223	1112	1040	975
% sobre el valor añadido	26.8	27.9	28.6	32.0	30.8	34.1	32.7	30.0	27.1	24.8
Resultado Actividad Explotación y Financiera Ajustado (*)	706	730	747	902	932	1110	1011	886	801	741
% sobre el valor añadido	22.3	22.3	22.4	25.7	26.7	29.8	27.0	23.9	20.9	18.9

(*) En miles de pesetas constantes de 1983.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

En este caso, la valoración económica y la contable de esta magnitud son coincidentes por no verse afectada por los efectos de los precios sobre el patrimonio de la empresa. La evolución del resultado económico bruto por trabajador, está marcada por la del empleo en algunos de los años (ver Gráfico n.º 1). Así, en los años 1983 a 1985, el crecimiento en el beneficio por empleado se debe conjuntamente a la disminución en el empleo y a la contracción de los salarios. Los años de 1986 a 1988 el crecimiento en el beneficio por empleado se muestra compatible con el crecimiento del empleo en las empresas y de los salarios debido al dinamismo de la actividad económica. En los años de 1989 a 1992 se produce una progresiva ralentización de la actividad económica que combinada con el notable crecimiento en el salario real da una disminución en el beneficio bruto por trabajador. El incremento de éste en los dos últimos años se debe principalmente a la disminución en el empleo.

El resultado económico bruto expresado en porcentaje sobre el valor añadido perfila claramente dos etapas, una hasta 1988 de crecimiento y, a partir de entonces, disminución progresiva, situándose en 1992

en niveles similares a los de 1983.

En el Cuadro n.º 16, se muestra la evolución del resultado económico neto de la explotación, en valor absoluto y en estructura sobre el valor añadido. En este caso sí es pertinente la diferenciación entre la estimación contable y la económica, debido a que la estimación contable no recoge el valor de las amortizaciones calculado sobre el valor a precios de reposición del inmovilizado ni la depreciación de los activos monetarios. La diferencia entre la depreciación valorada a precios de reposición y la valorada contablemente es creciente, mientras que la depreciación monetaria es decreciente. En conjunto la diferencia entre ambas valoraciones se muestra relativamente constante.

La evolución de ambas estimaciones es paralela y marca dos tendencias distintas: de 1983 a 1988 creciente, y de 1989 a 1992 claramente decreciente. Es destacable la caída del margen neto (resultado económico neto/valor añadido) que experimenta una disminución de 10 puntos de 1988 a 1992, en parte debida al aumento en el inmovilizado de explotación y, consiguientemente, de las amortizaciones.

Cuadro n.º 18. Resultados antes y después de impuestos

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Resultado antes de impuestos contable (*)	55.6	102	233	489	554	775	771	572	415	154
Estructura sobre el valor añadido	1.8	3.1	7.0	13.9	15.9	20.8	20.6	15.4	10.8	3.9
Resultado antes de impuestos ajustado (**)	648	657	595	786	684	852	879	668	493	290
Estructura sobre el valor añadido	20.4	20.0	17.8	22.4	19.6	22.9	23.5	18.0	12.9	7.4
Resultado Neto Accionista contable (*)	-55	13	86	205	369	541	560	365	256	13
Estructura sobre el valor añadido	1.7	0.4	2.6	5.9	10.6	14.5	15.0	9.9	6.7	0.3
Resultado Neto accionista ajustado (*)	537	568	449	503	498	618	668	462	334	148
Estructura sobre el valor añadido	16.9	17.3	13.5	14.3	14.3	16.6	17.9	12.5	8.7	3.8

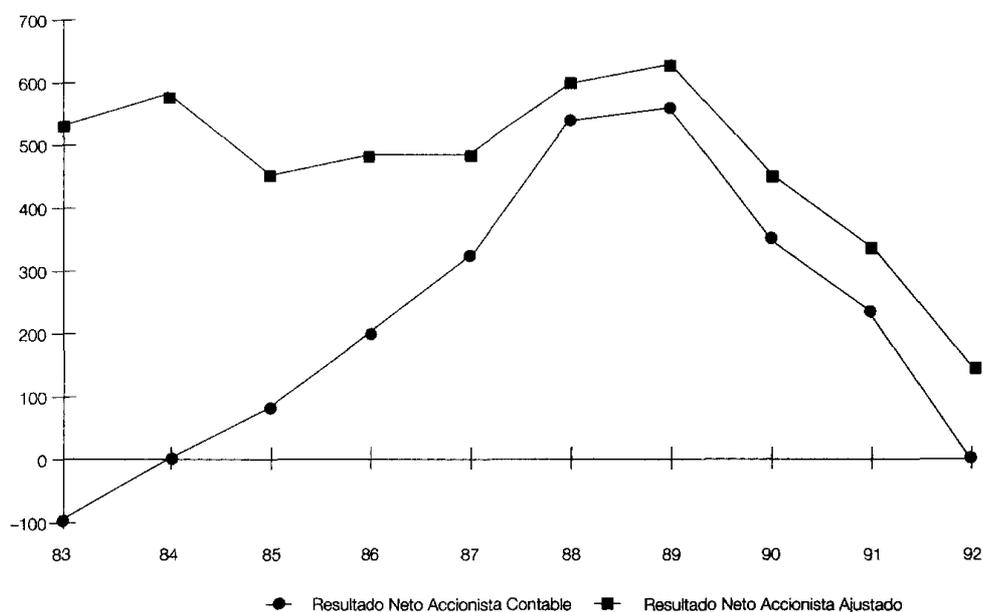
(*) En miles de pesetas constantes de 1983.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

En el caso de las actividades de explotación y financiera la diferencia entre las estimaciones contable y económica son más acusadas. Su valoración contable no

considera que el carácter monetario de los activos financieros provoca una depreciación en el tiempo de los mismos debido a la pérdida de poder adquisitivo de

Gráfico n.º 3. Resultados después de impuestos



Miles de pesetas constantes de 1983.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

la moneda, la cual sí se incluye en la valoración económica del resultado de las actividades de explotación y financiera. En el Cuadro n.º 17 se refleja claramente lo anteriormente explicado, con diferencias entre una y otra estimación que aumentan en el tiempo, siendo en 1992 el valor contable un 31 por cien mayor al económico. Esto tiene una manifiesta repercusión en el cálculo de la rentabilidad económica o de los activos.

La evolución de este resultado es similar a la del resultado de explotación, es decir, marca el máximo valor del período en 1988 que supone una ruptura de la tendencia creciente. Los niveles de 1992 son ligeramente superiores a los de 1983, aunque el porcentaje del valor añadido que representan es menor.

Hasta ahora, en este apartado, se ha visto que el valor contable de los beneficios era superior al económico, debido a que el primero no recoge costes importantes derivados del incremento en los precios. Las deudas de la empresa, también de carácter monetario, sufren la pérdida de poder adquisitivo con el paso del tiempo y

esto supone un menor coste de dicha deuda para la empresa, y así se considera en el resultado antes de impuestos ajustado. En este caso el valor económico del resultado antes de impuestos es superior al contable, al igual que ocurre paralelamente con el beneficio neto o beneficio del accionista, como se presenta en el Cuadro n.º 18.

En los primeros años de la muestra, en los que las tasas de inflación eran elevadas, las diferencias entre una valoración y otra son notables (ver Gráfico n.º 3) y se reducen gradualmente hasta 1987. De 1987 a 1992 la distancia entre la estimación económica y la contable es menor y aproximadamente constante, siempre mayor la primera que la segunda.

Del análisis de los resultados de las empresas españolas a través del beneficio neto contable, se concluye que en los 10 años se produce un ciclo: crisis en los primeros años, auge en los años centrales 1986 a 1991 y nuevo comienzo de la crisis en 1992.

Sin embargo, con el análisis del beneficio neto ajustado se ve como los primeros años de la muestra son menos críticos desde este

Cuadro n.º 19. Rentabilidades de los activos

(En %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Rentabilidad Contable Activo Explotación	6.89	6.97	7.34	9.52	9.30	11.1	10.6	9.31	7.95	6.61
Rentabilidad Real Activo Explotación	6.32	6.24	6.11	7.85	7.89	9.36	8.59	7.25	5.97	5.12
Rentabilidad Contable Activo Financiero	17.5	13.9	13.8	14.0	17.6	15.8	15.9	14.7	13.2	12.0
Rentabilidad Real Activo Financiero	5.43	2.55	4.98	5.15	12.4	11.0	9.13	7.97	7.33	6.07
Rentabilidad Contable Activo Total	7.56	7.47	7.88	9.91	10.1	11.7	11.4	10.1	8.82	7.46
Rentabilidad Real Activo Total	6.27	5.97	6.02	7.62	8.32	9.56	8.67	7.36	6.17	5.26
Coste medio de la deuda real	2.37	2.55	3.16	2.47	6.68	6.61	5.15	5.95	6.06	5.32

Rentabilidad Activo de Explotación = Resultado Neto Explotación / Activo de Explotación.

Rentabilidad Activo Financiero = Resultado Actividades Financieras / Activo Financiero.

Rentabilidad Activo Total = Resultado de Actividades de Explotación y Financiera / Activo

Total. Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Cuadro n.º 20. Rentabilidades financieras

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Rentabilidad Financiera Contable	-1.1	0.23	1.53	3.77	6.85	9.18	9.28	5.94	3.98	0.19
Rentabilidad Financiera Real	10.4	9.98	7.57	8.46	8.32	9.23	9.62	6.39	4.38	1.89
Coste de oportunidad de los Fondos Propios	6.74	5.41	5.69	4.69	7.55	7.16	7.04	7.42	6.62	6.31

Rentabilidad Financiera = Beneficio Neto / Fondos Propios

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

punto de vista que los años 1991 y 1992, y que los años de verdadero auge se limitan a 1988 y 1989.

La diferencia fundamental se debe al coste de la deuda considerado en uno y otro cálculo del beneficio. El beneficio contable se deriva de la utilización de un coste de la deuda nominal que a lo largo de todo el período oscila alrededor del 12 por cien. El beneficio calculado de forma económica se basa en un coste de la deuda real que marca niveles del 2.5 por cien aproximadamente hasta 1986 y desde 1987 a 1992, del orden del 6 por cien.

El estudio de los resultados empresariales a través de los beneficios se completa con el análisis de las rentabilidades, es decir, relacionando los beneficios del ejercicio con el patrimonio medio del año. Separaremos, como el resto del trabajo, las tasas de rentabilidad obtenidas de la actividad de explotación de las obtenidas de la actividad financiera, estudiando finalmente la rentabilidad del activo total y la de los fondos propios. Las tasas de rentabilidad de los activos se presentan en el Cuadro n.º 19, en su estimación contable y económica.

Del análisis de la rentabilidad contable se derivan conclusiones parecidas a las anteriores, es decir, de 1983 a 1988 se produce una mejora continua de los

resultados y, a partir de entonces, una disminución hasta situarse en niveles aproximadamente iguales a los de 1983, en 1992. Similar evolución a la contable muestra la rentabilidad real o ajustada, pero esta última presenta una disminución más acusada en la segunda mitad de la muestra, con un nivel en 1992 inferior al de 1983.

Los activos financieros, con una naturaleza bien distinta a los de explotación, muestran una evolución diferente en su rentabilidad de los activos de explotación. Medida con datos contables, marca durante todo el período un nivel aproximado del 15 por cien. Sin embargo, la rentabilidad real de los activos financieros muestra dos subperíodos diferentes: 1983 a 1986 con un promedio del 4.5 por cien y 1987 a 1992 con un 9 por cien de media.

Conviene destacar que la rentabilidad real de los activos empresariales (activo total) se sitúa a lo largo de todo el período por encima del coste medio de la deuda (6) salvo en los dos últimos años en que la empresa española representativa no obtiene una rentabilidad significativamente mayor que la resultante de

(6) Dado el tamaño de la muestra, puede suponerse este coste próximo a la rentabilidad de los activos libres de riesgo.

Cuadro n.º 21. **Inmovilizado financiero e inversiones en capital**

(En millones de pesetas constantes de 1983 y %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inmovilizado financiero	0.58	0.76	0.85	0.83	0.82	1.08	1.24	1.34	1.56	1.72
En estructura	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Del cual, Inversiones en capital	0.46	0.61	0.68	0.64	0.65	0.87	1.01	1.10	1.30	1.43
En estructura	79.3	80.3	80.0	77.1	79.2	80.6	81.5	82.1	83.3	83.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

activos no arriesgados. Esto explica la moderación de la inversión en esos años, constatada anteriormente.

La rentabilidad financiera, como cociente entre el beneficio final de la empresa y los fondos propios, nos refleja la tasa a la que la empresa remunera a los accionistas. Nuevamente se obtienen significativas diferencias entre las valoraciones contable y económica de esta rentabilidad (Cuadro n.º 20). La estimación contable muestra una evolución creciente de 1983 a 1989, año de máxima rentabilidad, y decreciente a partir de ese año. El perfil de la estimación económica es bien distinto, manteniendo un nivel del 9 por cien aproximadamente hasta 1989, que disminuye en los últimos tres años.

Si comparamos esta rentabilidad del accionista con su coste de oportunidad (Cuadro n.º 20), apreciamos que hasta 1989 el accionista percibe un excedente por su inversión, es decir, una rentabilidad mayor que el coste de los fondos propios. Y, sin embargo, en los últimos tres años, el accionista está, en términos de coste de oportunidad, en pérdidas. Esta evolución puede ponerse en relación con el proceso de creación y cierre de empresas en los últimos años, pero no es éste el objetivo del presente trabajo.

Como conclusión del apartado destacamos, por un lado, la relevancia de

los ajustes realizados para dar una medida económica de los beneficios, y por otro, la constatación de que los años más críticos para las empresas de todo el período analizado son los dos últimos, 1991 y 1992, que marcan el comienzo de la crisis de los noventa en España. Años en los que las empresas españolas, en conjunto, obtienen una rentabilidad económica aproximadamente igual a la rentabilidad real de los activos financieros sin riesgo y generan un beneficio neto insuficiente para remunerar a los accionistas por su coste de oportunidad.

6. ANÁLISIS DE LA INVERSIÓN Y LOS RESULTADOS

En este apartado, se pretende hacer un análisis conjunto de los apartados anteriores —inversión, financiación y resultados— poniendo el énfasis en los aspectos más relevantes observados hasta ahora, como la evolución de los activos financieros, y haciendo algunas consideraciones sobre la utilización de la relación de apalancamiento.

6.1. Análisis del proceso inversor en activos financieros

En el apartado de actividad inversora, se vio como el incremento en los activos

Cuadro n.º 22. Estructura de propiedad de las empresas de la CBBE

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Administraciones Públicas	32.1	38.1	33.8	32.0	28.9	28.7	28.8	29.2	29.2	33.7
Entidades de depósito	8.2	7.0	6.2	4.7	4.6	4.1	4.6	5.1	4.0	4.5
Otras empresas residentes	13.5	13.2	15.9	16.1	16.9	17.8	18.9	19.8	24.9	23.3
Otros titulares residentes	33.6	30.1	30.4	32.4	31.5	32.5	32.2	29.5	25.3	23.0
No residentes	12.6	11.6	13.7	14.7	18.1	17.0	15.5	16.3	16.6	15.5
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: CBBE.

financieros (que casi se triplican, en pesetas constantes, de 1983 a 1992) se producía tanto en activos a corto plazo como a largo plazo y que los activos financieros a largo plazo suponían entre un 77 y un 84 por cien de los activos financieros totales a lo largo del período.

De la misma Central de Balances, se puede obtener la composición del inmovilizado financiero, separando entre inversiones financieras permanentes en el capital de otras empresas y el resto de inversiones financieras permanentes. Estos datos se muestran en el Cuadro n.º 21.

Se observa que las inversiones financieras en el capital de otras empresas aumenta también de forma notable, destacando su crecimiento sostenido de 1987 a 1992. En estructura, la participación de las inversiones en capital es mayoritaria en el inmovilizado financiero, llegando a su nivel más alto en 1991, un 83.3 por cien. En suma, la inversión empresarial en el capital de otras empresas pasa de 1983 a 1992 a más del triple en pesetas constantes, reflejando un proceso inversor importante en otros negocios. Esto es una apuesta empresarial por el crecimiento externo de la propia empresa.

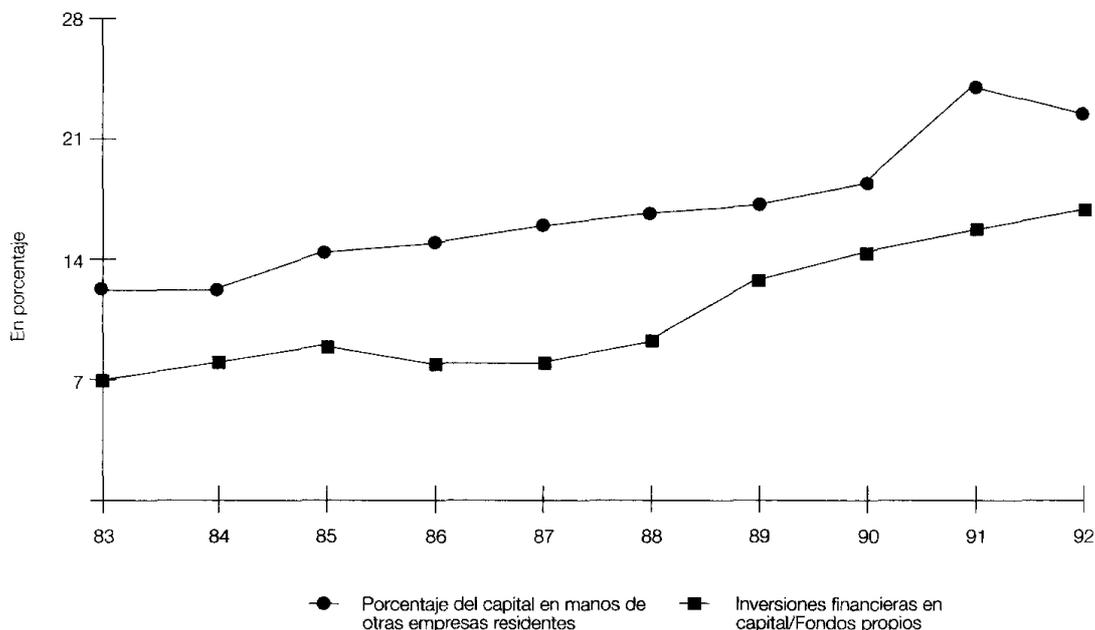
Por tratarse del análisis de una muestra que cubre un porcentaje importante de la

economía (7), con estas cifras se está recogiendo en definitiva una serie de participaciones cruzadas entre las empresas de la muestra. Esto se debería reflejar en el pasivo de las empresas, es decir, en la estructura de propiedad del capital en las empresas de la muestra de la Central de Balances, como se muestra en el Cuadro n.º 22.

En este cuadro, se muestra el reparto de la propiedad de las empresas para los 10 años de estudio y distinguiendo por el tipo de propietario (Administraciones Públicas, entidades de depósito, otras empresas residentes, otros titulares residentes y titulares no residentes). Un rasgo destacable es el fuerte peso de las Administraciones Públicas en el capital de las empresas de la muestra de la Central de Balances, que en el último año es de un tercio. Las entidades de depósito tienen una importante pérdida de participación en el capital desde 1983 (8.2 por cien) a 1986 (4.7 por cien), manteniéndose estable a partir de ese momento. El peso de los no residentes es creciente hasta los años centrales (1987 y 1988) y disminuye después hasta 1992.

(7) Supone una cobertura de entre el 20 y el 25% sobre el Valor Añadido Bruto registrado en la Contabilidad Nacional para el sector de empresas no financieras y familias.

Gráfico n.º 4. Efecto de las participaciones cruzadas en el capital de otras empresas en la muestra de central de balances



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

De principio a fin del período ha habido un suave incremento, de 12.6 a 15.5 por cien, en la participación de residentes extranjeros, en un moderado proceso de internacionalización del capital de la muestra.

Pero la variación más relevante en la composición de la propiedad de las empresas de la muestra de 1983 a 1992, es la disminución en diez puntos porcentuales del peso que otros titulares residentes tienen en el capital de las empresas, a la vez aumenta otros diez puntos porcentuales la participación de otras empresas residentes. Este fenómeno es más acusado en las empresas medianas y grandes mientras que no se manifiesta en las pequeñas (Ver Central de Balances, 1992).

Esto enlaza con el incremento observado en las inversiones financieras permanentes en el capital de otras empresas. Son los reflejos contables, de activo y de pasivo, de un mismo fenómeno que supone un

incremento notable de las participaciones cruzadas entre empresas dentro de la muestra, las cuales responden a la búsqueda de un componente externo de crecimiento. Esta idea se confirma en el Gráfico n.º 4 donde se muestra la evolución, por un lado, de la participación de otras empresas residentes en el capital de la muestra de la Central de Balances y, por otro, del cociente entre inversiones financieras en el capital de otras empresas y los fondos propios de la muestra (8).

Ambas curvas no son coincidentes como era de esperar dada la heterogeneidad de las medidas empleadas: en una serie, el valor de mercado de acciones dividido por el valor en libros de las acciones y, en la otra, porcentaje

(8) Si suponemos las inversiones financieras en capital de la muestra valoradas al precio de mercado de estas acciones y tomamos los fondos propios como estimación del valor de mercado de la muestra, este cociente deberá aproximarse al porcentaje de participación de otras empresas residentes en el capital de la muestra.

de títulos. Sin embargo, sí es interesante comprobar como a pesar del inevitable sesgo, ambas evoluciones presentan una misma pendiente, creciendo de forma considerable a lo largo del período, reafirmando la conclusión obtenida anteriormente.

Otro aspecto a considerar en la explicación del proceso inversor en activos financieros es el riesgo. Existe una parte importante de estos activos destinados a inversiones de renta fija, con riesgo nulo. Además, parte de las inversiones en el capital de otras empresas pueden presentar una covarianza negativa de su rentabilidad con la del propio negocio, de forma que se puede lograr una reducción del riesgo global de la empresa. Este hecho unido a la mayor rentabilidad de los activos financieros frente a los de explotación en los años 1987 a 1992, propician el fuerte crecimiento de los activos financieros en las empresas españolas en esos años, pasando de 6.3 por cien a casi el 15 por cien sobre el activo total en los últimos años.

6.2. Endeudamiento y Relación de Apalancamiento Ajustada

Un tópico muy utilizado en el análisis de balances es la relación de apalancamiento, en la cual se expresa la rentabilidad financiera en componentes, concluyendo que ésta se determina por la rentabilidad económica, el coste de la deuda y la tasa de endeudamiento. Esta relación se deriva de una identidad contable y por tanto está afectada por los problemas a que aducíamos en la introducción respecto a los estados contables (valoración de los activos y no consideración de algunos costes e ingresos relevantes). En el Anexo 2, se obtiene la relación de apalancamiento en el marco de este trabajo. Frente a la relación de apalancamiento contable:

$$R_f = [R_e + (R_e - i) L] (1 - t)$$

La relación de apalancamiento ajustada (en el marco de este trabajo):

$$R_f^{\text{ajustado}} = [R_e + (R_e - i) L] (1 - t) + [(1 - m) L - m] \rho$$

Cuadro n.º 23. **Signo de la relación de apalancamiento**

	(En %)									
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Rentabilidad de los activos (sin depreciación monetaria), R_e	7.56	7.47	7.52	9.18	9.17	10.4	9.87	8.51	7.22	6.30
Coste nominal de la deuda, i	14.8	14.1	12.2	11.5	12.2	11.7	12.3	13.0	12.3	11.5
Tasa de Inflación, ρ	12.1	11.3	8.8	8.8	5.2	4.8	6.8	6.7	5.9	5.9
m (activos monetarios / activo total)	10.7	13.3	17.1	17.7	16.3	17.3	17.7	17.2	17.8	17.5
$(R_e - i) (1 - t)$ ⁽¹⁾	-4.7	-4.3	-3.1	-1.5	-2.0	-0.9	-1.6	-2.9	-3.3	-3.4
$(R_e - i) (1 - t) + \rho (1 - m)$ ⁽²⁾	6.1	5.5	4.2	5.7	2.4	3.1	4.0	2.6	1.5	1.5

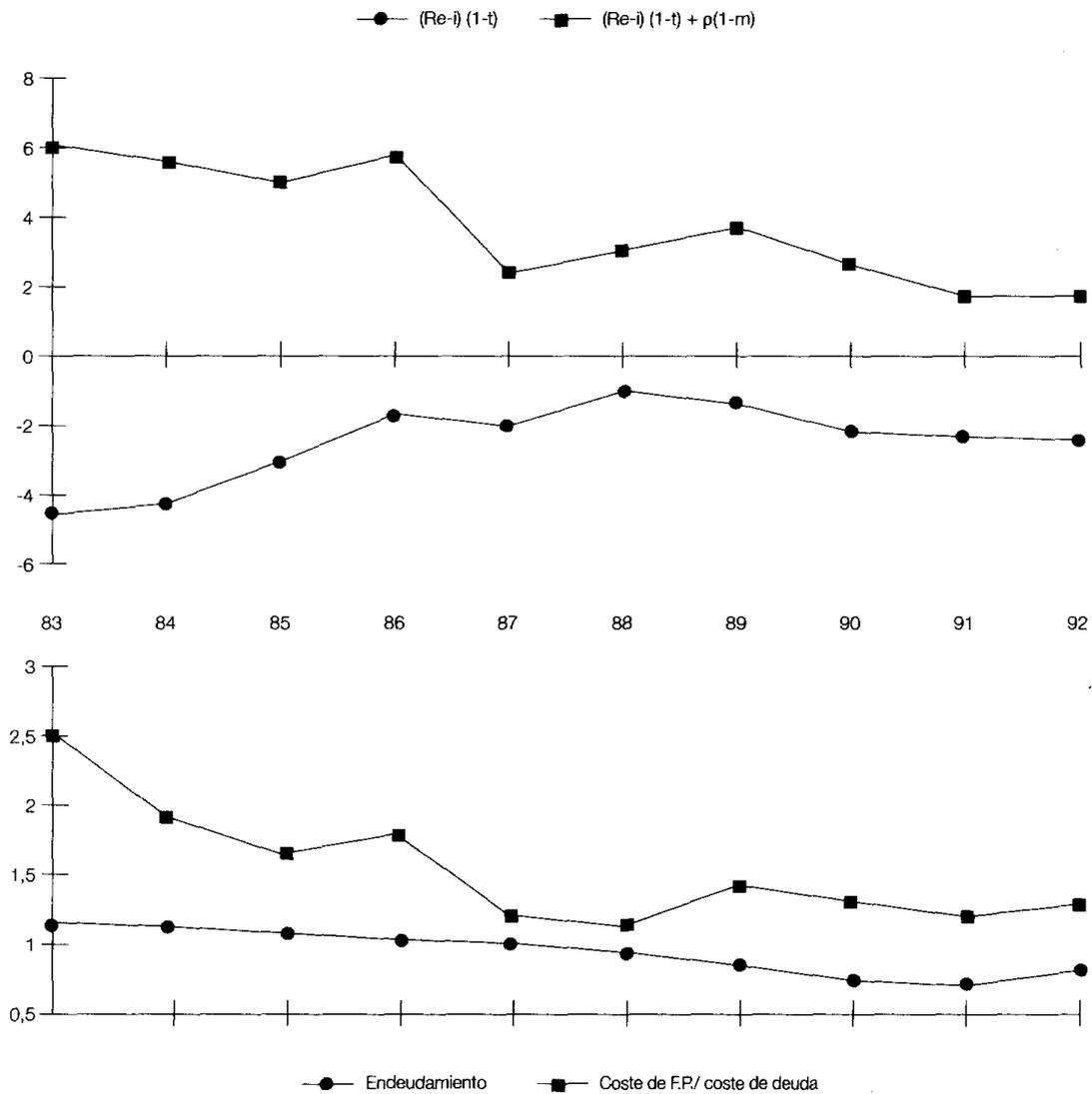
La rentabilidad de los activos o rentabilidad económica está calculada a partir del balance a precios de reposición y es igual a (resultado económico neto de explotación + ingresos financieros) / Activo total.

m = activos monetarios / activo total, Incluye activos monetarios de explotación y activos monetarios financieros.

(1) y (2) son, respectivamente, las derivadas de la rentabilidad financiera contable y de la rentabilidad financiera ajustada, ambas respecto de la tasa de endeudamiento, y tomando como valor de t el tipo impositivo marginal del impuesto de sociedades (35%)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y del INE.

Gráfico n.º 5 Signos de la relación de apalancamiento, endeudamiento y costes relativos



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

donde R_f es la rentabilidad financiera, R_e es la rentabilidad económica sin contar el efecto de la inflación, i es el coste nominal de la deuda, L es la tasa de endeudamiento, t es el tipo impositivo del impuesto de sociedades, m es la porción de los activos que son activos monetarios y p es la tasa de inflación. En el Anexo 2 se explica con más detalle la obtención de esta relación.

En esta relación el segundo sumando, $[(1 - m) L - m] p$, representa el efecto neto de la depreciación monetaria y la revalorización de los activos sobre la rentabilidad financiera ajustada. Por su carácter implícito, no está afectado por el factor fiscal $(1 - t)$.

En ocasiones, se ha utilizado la relación de apalancamiento con objetivos más pretenciosos que la mera descomposición

de la rentabilidad financiera contable, para justificar u orientar las decisiones sobre fuentes de financiación. En tal caso se puede estar incurriendo en dos errores importantes:

1 ° El objetivo del empresario en la toma de decisiones no es hacer máxima la rentabilidad financiera, sino el valor de la empresa el cual es función, por un lado, de la rentabilidad de la empresa y, por otro, del riesgo de la misma. Hay un componente de riesgo que se deriva de la estructura financiera, es decir, del ratio de deuda sobre los fondos propios pues está asociado directamente con la probabilidad de quiebra. Cuando una empresa con un signo de la relación de apalancamiento positivo incrementa su endeudamiento, efectivamente provoca un aumento de la rentabilidad financiera y al mismo tiempo un incremento en la probabilidad de quiebra y el riesgo de la empresa. Por tanto, el efecto sobre el valor de la empresa (como valor actualizado de los rendimientos futuros del capital físico) será nulo.

2° Como se ha dicho anteriormente, la cuenta de pérdidas y ganancias contable no recoge todos los costes e ingresos relevantes en la empresa: a la vez que parte de los activos (activos no monetarios) experimentan revalorizaciones en el tiempo, todos sufren la depreciación monetaria por el efecto de la inflación. Estos dos fenómenos se han resumido en este trabajo en la depreciación de los activos de carácter monetario y de la deuda. De la nueva relación de apalancamiento derivada en el Anexo 2, se concluye que el signo de la relación de apalancamiento no depende del signo de $(Re - i)$ como se ha utilizado en numerosos trabajos (9), sino del de $(Re - i)(1 - t) + \rho(1 - m)$.

En el Cuadro n.º 23 se ve como los signos de ambas expresiones son contrarios y permanentes a lo largo de los diez años estudiados. Mientras que la relación de apalancamiento contable muestra signo negativo en todo el período, la relación de apalancamiento ajustada tiene signo positivo.

En el Gráfico n.º 5 se comparan las evoluciones de ambos signos del apalancamiento, de la tasa de endeudamiento y del coste relativo de las fuentes de financiación (fondos propios y ajenos).

En una primera comparación, se podría pensar que la disminución del endeudamiento corresponde al signo negativo de la relación de apalancamiento clásica. Sin embargo, al final del período el aumento del endeudamiento coincide con valores del apalancamiento cada vez más negativos, es decir, cuando más negativamente repercute la deuda en la rentabilidad financiera. Además los años en que el valor de $(Re - i)(1 - t)$ se acerca a cero coinciden con los de menor endeudamiento.

Se comprueba que a mayor negatividad de la relación de apalancamiento contable mayor endeudamiento, contrariamente a lo que debería ocurrir si las empresas decidieran su nivel de endeudamiento en función de esta relación.

Ya se ha comentado más arriba que la cuestión relevante para la toma de decisiones sobre fuentes de financiación es los costes de dichas fuentes. En el Gráfico n.º 5 se muestra la evolución de estos costes en términos relativos. La tendencia general de 1983 a 1987 es de abaratamiento relativo de los fondos propios, coincidente con una fase de disminución del endeudamiento (mayor empleo de fondos propios). De 1988 a 1992, la evolución de los costes relativos es inestable y no presenta tendencias claras, años en los que se corta la tendencia de disminución del endeudamiento, repuntando en los dos últimos años.

(9) Véase Azofra y Fernández (1992) o Chuliá (1990).

Cuadro n.º 24. Rentas generadas y reparto

(En miles de pesetas constantes de 1983 y %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
VA. bruto al coste factores	3174	3280	3335	3506	3485	3726	3740	3709	3833	3928
	(78.8)	(79.8)	(83.8)	(86.3)	(86.9)	(88.2)	(85.9)	(86.5)	(87.8)	(90.1)
Ingresos financieros reales	38.55	22.96	50.36	51.47	130.6	153.6	146.3	136.3	142.2	125.9
	(1.0)	(0.6)	(1.3)	(1.3)	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.2)	(3.3)	(2.9)
Otros ingresos netos	103.5	112.2	71.3	42.4	118.0	82.5	127.6	87.5	35.9	-99.8
	(2.6)	(2.7)	(1.8)	(1.0)	(2.9)	(2.0)	(2.9)	(2.0)	(0.8)	(-2.3)
-Pérdida poder adquisitivo activos monetarios	59.5	82.0	97.6	96.7	40.3	29.4	31.1	24.4	21.8	23.4
	(1.5)	(2.0)	(2.5)	(2.4)	(1.0)	(0.7)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
Pérdida poder adquisitivo deuda	737.6	739.3	570.2	518.5	271.2	236.2	320.5	322.3	316.3	368.9
	(18.3)	(18.0)	(14.3)	(12.8)	(6.8)	(5.6)	(7.4)	(7.5)	(7.2)	(8.5)
RIQUEZA CREADA	4028	4108	3978	4064	4011	4224	4354	4287	4364	4362
=	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
RIQUEZA REPARTIDA	4028	4108	3978	4064	4011	4224	4354	4287	4364	4362
	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
<i>FUERA DE EMPRESA</i>	3100	3082	3044	3089	3058	3196	3236	3355	3440	3531
	(77.0)	(75.0)	(76.5)	(76.0)	(76.2)	(75.7)	(74.3)	(78.2)	(78.8)	(81.0)
Personal	1924	1888	1902	1919	1977	2060	2151	2220	2330	2379
	(47.8)	(46.0)	(47.8)	(47.2)	(49.3)	(48.8)	(49.4)	(51.8)	(53.4)	(54.5)
Acreeedores financieros	899.6	925.0	793.0	676.7	637.4	577.2	579.7	627.5	660.3	720.9
	(22.3)	(22.5)	(19.9)	(16.7)	(15.9)	(13.7)	(13.3)	(14.6)	(15.1)	(16.5)
Administraciones Públicas	144.0	124.0	194.7	325.4	231.6	288.2	261.6	262.7	217.6	203.6
	(3.6)	(3.0)	(4.9)	(8.0)	(5.8)	(6.8)	(6.0)	(6.1)	(5.0)	(4.7)
Accionistas (dividendos)	131.8	144.6	154.2	167.6	211.6	270.6	243.6	244.1	232.4	227.6
	(3.3)	(3.5)	(3.9)	(4.1)	(5.3)	(6.4)	(5.6)	(5.7)	(5.3)	(5.2)
<i>DENTRO DE LA EMPRESA</i>	929	1026	934	975	953	1027	1118	933	924	831
	(23.0)	(25.0)	(23.5)	(24.0)	(23.8)	(24.3)	(25.7)	(21.8)	(21.2)	(19.0)
Amortizaciones y provisiones	523.1	602.3	639.7	639.8	666.8	679.9	693.9	714.5	822.9	910.2
	(13.0)	(14.7)	(16.1)	(15.7)	(16.6)	(16.1)	(15.9)	(16.7)	(18.9)	(20.9)
Incremento patrimonio accionista	405.4	423.8	294.6	335.0	286.7	347.5	424.5	218.2	101.3	-79.3
	(10.1)	(10.3)	(7.4)	(8.2)	(7.1)	(8.2)	(9.8)	(5.1)	(2.3)	(-1.8)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

Pero este análisis debe tomarse también con cautela. Las decisiones de financiación se toman en función de los costes marginales de cada fuente alternativa y los costes medios anuales son meras aproximaciones a éstos. Además, el ajuste de la composición del pasivo soporta importantes rigideces como la disponibilidad de autofinanciación o las posibilidades de ampliar capital.

6.3. Creación y Reparto de Riqueza en la Empresa Española Representativa

Para completar el apartado de análisis de los resultados y la inversión, entraremos en el estudio de las rentas generadas en la empresa y su reparto entre los distintos perceptores. En el Cuadro n.º 24 se presenta el estado de rentas generadas y rentas repartidas en miles de pesetas constantes de 1983 por trabajador y en estructura porcentual. A los clásicos flujos representados en este estado, se añaden aquellos provocados por las variaciones en los precios y no recogidos en los estados contables.

El valor añadido por trabajador crece de principio a fin del período en un 24 por cien, equivalente a un crecimiento anual medio del 2.2 por cien. La evolución año a año, sin embargo, es más irregular dependiendo tanto del ciclo económico como del número de trabajadores empleados en la empresa. Aparece un pico en el valor de 1986, debido al cambio en el régimen de imposición indirecta como se explica en el apartado de metodología. El peso del valor añadido en el total de las rentas generadas es creciente, ganando de 1983 a 1992 más de diez puntos de participación.

La evolución de los ingresos financieros reales confirma las conclusiones obtenidas en el análisis de la inversión, el fuerte aumento de los activos financieros que hace que estos ingresos tengan un peso creciente en la

creación de riqueza. Mientras que en los cuatro primeros años rondan el uno por cien de la riqueza, en los siguientes seis años son el 3 por cien o superior. A pesar del fuerte incremento en valor, los ingresos financieros reales no dejan de tener una importancia marginal en la creación de riqueza.

Otros ingresos netos es una partida con un carácter más irregular que no supera un tres por cien de la riqueza total.

La pérdida de poder adquisitivo de la deuda es, junto al valor añadido, otra gran fuente de riqueza en la empresa, representando en los primeros años un 18 por cien de la riqueza. Esta importancia es decreciente debido al descenso de las tasas de inflación en el tiempo.

La riqueza creada por trabajador, tiene una evolución más allanada que la de sus componentes. Crece en todo el período un 8.3 por cien (promedio de 0.8 por cien anual) y en los últimos dos años, pese a la caída de la actividad, no disminuye debido a la disminución del número de trabajadores empleados (ver Gráfico n.º 1).

De la renta repartida, parte de ella se queda en la empresa para financiar el mantenimiento de la capacidad productiva o su ampliación y parte sale fuera de ella para remunerar a los perceptores de rentas. Entre los perceptores externos destaca el personal, que recibe alrededor del 50 por cien de todas las rentas. En este caso se ven dos etapas muy bien diferenciadas: hasta 1986, el valor absoluto de las rentas distribuidas al personal no crece o incluso disminuye ligeramente y participa en menos del 48 por cien del total; a partir de 1987, hay un crecimiento constante de las rentas percibidas por trabajador tanto en valor absoluto como en porcentaje del total que se sitúa en promedio en el 51 por cien.

Los acreedores financieros reciben cada vez un menor valor de rentas y un menor porcentaje. Ambos disminuyen hasta 1989,

debido principalmente a la disminución de la tasa de endeudamiento de las empresas y el mantenimiento de los tipos de interés nominales. En los tres últimos años se invierte la situación y crece tanto su participación en las rentas como la cantidad percibida, debido al nuevo incremento en el endeudamiento ya constatado en este trabajo.

La remuneración a las Administraciones Públicas tiene un carácter eminentemente cíclico en función de los resultados empresariales contables y, como se ve, ésta aumenta en valor y participación en los años centrales (1986-1990).

La salida de rentas fuera de la empresa representa un porcentaje bastante estable a lo largo de todo el período, pero se incrementa de forma importante en los tres últimos años, principalmente por los gastos de personal y los gastos financieros.

De las rentas que quedan dentro de la empresa, la partida de amortizaciones y provisiones, crece de 1983 a 1992, en pesetas constantes, un 74 por cien, causado por el crecimiento notable de la inversión en la empresa de principio a fin del período, como se vio en el apartado de inversión. Por el carácter más bien fijo de esta partida, su participación en los últimos años, en los que hay una caída de la actividad y de las rentas generadas, crece de forma importante.

El incremento en el patrimonio del accionista, como se ha explicado anteriormente, no recoge exclusivamente la dotación a reservas del ejercicio, sino también el efecto neto de los precios sobre los activos de la empresa. Durante los primeros años, la tasa de inflación era elevada y provocaba un efecto mayor sobre el patrimonio empresarial que no se recoge en los estados contables. Durante esos años además se produjo un importante proceso de sustitución de deuda por fondos propios, como se concluyó en el apartado de estructura financiera, requiriendo de un mayor uso de autofinanciación. Por ello las características

de esta partida de principio a fin del período son tan dispares; mientras en los dos primeros años más del 10 por cien de las rentas generadas se quedaban dentro de la empresa, en los últimos años disminuye fuertemente llegando a ser negativa.

7. CONCLUSIONES

En los últimos años, con la disponibilidad de la información de la Central de Balances del Banco de España, han surgido numerosos trabajos de investigación que analizan distintos aspectos empresariales a partir de los datos de dicha muestra. Muchos de estos trabajos, sin embargo, utilizan esta información original sin someterla a los ajustes necesarios para hacerla representativa de las empresas españolas y relevante desde un punto de vista económico.

Este trabajo trata de ajustar la información contable, basándose en la metodología propuesta por Salas (1992), proporcionando una valoración a precios de reposición del capital de la empresa y una estimación económica de los beneficios empresariales, la cual pretende recoger pérdidas y ganancias de capital no consideradas por la contabilidad. Tras realizar estos ajustes se persigue analizar la situación económica y financiera de la empresa representativa española para el período 1983-1992 a partir de los datos de la Central de Balances. Con el objeto de realizar comparaciones intertemporales, se trabaja con pesetas constantes de 1983.

La valoración económica, a precios de reposición, de los activos de explotación, muestra diferencias respecto a la valoración contable, con más claridad en el inmovilizado de explotación, cuyo valor económico crece de 1983 a 1992 un 23 por cien frente a un crecimiento del 11 por cien del valor contable. En conjunto, el activo de explotación a precios de reposición crece un 13 por cien, siendo los años de 1987 a 1990 los de mayor intensidad inversora. Por

Cuadro n.º 25. **Rentabilidades y costes de los fondos**

	(En %)		
	Media 1983-86	Media 1987-90	Media 1991-92
Rentabilidad ajustada al Activo	6.5	8.5	5.7
Coste real de la Deuda	2.6	6.1	5.7
Rentabilidad contable del Activo	8.2	10.8	8.1
Coste nominal de la Deuda	13.2	12.3	11.9
Rentabilidad financiera ajustada	9.1	8.4	3.1
Coste de los fondos propios	5.6	7.3	6.5
Rentabilidad financiera contable	1.1	7.8	2.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

lo que respecta a los activos de carácter financiero, su crecimiento de principio a fin del período estudiado, es del 190 por cien, de tal forma que a principios de los noventa representan el 15 por cien del activo total.

Este importante crecimiento del activo financiero se compone en buena parte del incremento de las participaciones en el capital de otras empresas, hecho que a su vez se manifiesta en la composición del capital de la propia muestra (la participación de otras empresas residentes pasa del 13.5 por cien en 1983 al 23.3 por cien en 1992).

Las explicaciones de este fenómeno (incremento del peso de los activos financieros) se encuentra en el carácter estratégico de la toma de posición en el capital de otras empresas, la reducción del riesgo global de la empresa mediante la diversificación de las inversiones, y en la evolución de la rentabilidad de los activos de explotación y financieros: desde 1987, la rentabilidad del activo financiero se sitúa por encima de la rentabilidad del activo de explotación.

Es precisamente en el análisis de los resultados donde las diferencias entre la valoración económica y la contable son más significativas, como se ve en el Cuadro n.º 25.

La rentabilidad del activo calculada contablemente se sitúa a lo largo de todo el período aproximadamente dos puntos por encima de la ajustada. Por el contrario, la rentabilidad financiera contable es siempre inferior a la ajustada y la mayor diferencia entre ambos cálculos ocurre en el período 1983-1986, debido a las altas tasas de inflación vigentes en esos años.

Lo que muestran los datos contables es que durante los diez años, la empresa española representativa no habría sido capaz de lograr una rentabilidad de sus activos superior al coste medio de la deuda, similar a la rentabilidad de activos libres de riesgo. Sin embargo, de la observación de los datos reales o ajustados se obtiene que la rentabilidad real del activo es superior al coste real de la deuda, salvo en los dos últimos años estudiados. Asimismo, si comparamos las estimaciones contable y real de la rentabilidad de los Fondos Propios (rentabilidad financiera) con el coste de oportunidad de los fondos propios (estimado según se explica en el Anexo 1) también se llega a conclusiones distintas según la valoración considerada. La rentabilidad financiera contable es inferior al coste de oportunidad de los fondos propios excepto en los cuatro años centrales,

1987-1990. Sin embargo, valorada económicamente sólo es inferior al coste de los fondos propios en los dos últimos años.

La conclusión que se obtiene de este análisis de los datos ajustados, es que la crisis que sufrió la economía española en los primeros años de los ochenta tuvo unas características distintas, de menor magnitud, a la de principios de los noventa. En los años 1991 y 1992, se observa una acusada disminución de los resultados empresariales que explican la caída en la inversión y el empleo. Sin embargo, en los años 1983 a 1985, entre las causas de la crisis no se encontraban los rendimientos empresariales. Sí hay que considerar que buena parte de los beneficios ajustados durante este período corresponde a rendimientos implícitos y por tanto, que no se reflejaban en la obtención de liquidez en la empresa. Es decir, era mayor la dificultad para generar recursos líquidos que para obtener plusvalías. Esta menor capacidad de autofinanciación, entre otras razones es causa del mayor nivel de endeudamiento en los primeros años.

Profundizando en el análisis del endeudamiento, se ha realizado un análisis comparado de éste y el signo de la relación de apalancamiento clásica, viéndose una escasa relación entre ellos. En correspondencia con los ajustes realizados en el trabajo, se plantea una expresión ajustada de la relación de

apalancamiento donde se recoge el efecto de los precios sobre el patrimonio de la empresa. El signo de esta relación es contrario al de la relación de apalancamiento clásica.

Asimismo se han analizado las posibles causas de la disminución del endeudamiento en estos años en las empresas españolas llegando a la conclusión más probable de que ésta responde a la elección de las fuentes financieras en función de los coste relativos de las mismas, como se muestra en el Cuadro n.º 26.

Es decir, las empresas optan por un mayor empleo de fondos propios cuando su coste relativo es menor (período 1987-1992). En conjunto se da una sustitución de fondos ajenos por fondos propios desde 1983 a 1990, lo que ha permitido un saneamiento progresivo y una mejora de la estructura financiera de la empresa representativa española. Esta sustitución está justificada por el encarecimiento de la deuda y también porque la retribución del accionista — Rentabilidad Financiera— es superior al coste de los fondos propios prácticamente en todo el período a excepción de 1991 y 1992, circunstancia favorable para atraer fondos propios hasta 1990 incluido, no así durante los dos últimos años. Durante 1991 y 1992 la situación de la empresa española empeora y empieza a reflejarse el comienzo de la crisis económica: más endeudamiento, menores resultados y menor beneficio retenido llegando a una descapitalización de la empresa

Cuadro n.º 26. **Coste relativo de la financiación y endeudamiento**

	Media 1983-86	Media 1987-92
Coste de los Fondos Propios / Coste de la Deuda	2.17	1.18
Endeudamiento	1.10	0.74

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE.

representativa española. Por lo que respecta a la política de dividendos, parece orientada a retribuir con una cantidad fija a los accionistas, más que ser función de las decisiones sobre financiación interna de la empresa.

Este ajuste de la composición del pasivo es posible gracias a la capacidad de la empresa española en esos años para generar autofinanciación.

La principal fuente de fondos ajenos, tanto a corto como a largo plazo, sigue siendo la Entidad de Crédito, perdiendo importancia en favor de otras fuentes, principalmente Obligaciones.

En resumen, el análisis de los resultados económicos y financieros de la empresa española realizados en este trabajo, pone de manifiesto que, a partir de 1990, la

empresa española entra en una crisis de resultados que no tiene precedentes en el período estudiado. La rentabilidad económica de los activos de explotación disminuye como consecuencia de la reducción de márgenes, reflejo a su vez de una contención en el crecimiento de los precios debido a la presión de la competencia exterior y a un aumento de los salarios, mientras que el tipo de interés real se mantiene en niveles históricamente elevados. Por todo ello la rentabilidad de los accionistas se deteriora todavía más que la rentabilidad de los activos totales. La paralización de la inversión y la destrucción de empleo tan acentuados durante 1992 y 1993 quedan plenamente explicados por la evidencia empírica proporcionada a lo largo del trabajo.

ANEXOS

Anexo 1: Coste de los Fondos Propios

El coste financiero α se calcula a través de la expresión

$$\alpha = k(1-b) + bi_r$$

donde k es el coste de los fondos propios estimado según la expresión

$$k = \frac{\text{Dividendos por Acción}}{\text{Precio de la Acción}} + \text{Crecimiento esperado}$$

El cociente Dividendo por Acción / Precio de la Acción se ha obtenido multiplicando el recíproco del PER correspondiente a la Bolsa de Madrid por la tasa de reparto de dividendos correspondientes a las empresas de la Central de Balances que obtienen beneficios positivos; el crecimiento esperado se estima como el crecimiento del PIB de la economía española en el año correspondiente.

La ponderación b se obtiene del cociente entre la deuda con coste y el activo neto total a precios de reposición, mientras que i_r es el tipo de interés real,

$$i_r = \frac{1+i}{1+p} - 1$$

donde i , el tipo nominal, se obtiene de

$$i_r = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda con coste}}$$

y p es la tasa de inflación medida a través de la variación en el IPC

Anexo 2: Relación de Apalancamiento Ajustada

Tomando como punto de partida el balance a precios de reposición, de donde resulta una dotación a la amortización coincidente con la verdadera depreciación del inmovilizado, la relación de apalancamiento clásica es:

$$R_f = [R_e + (R_e - i) L] (1-t) \quad (1)$$

que se deduce de la expresión de cálculo del beneficio neto:

$$B^\circ \text{ neto} = [B^\circ \text{ de la explotación} + \text{Ingr. financieros} - \text{Gastos financieros}] (1-t)$$

Pero en el marco de este trabajo, partiendo de un balance valorado a precios corrientes o precios de reposición y considerando la depreciación de las partidas de carácter monetario, la expresión queda:

$$BN^{\text{ajustado}} = BE + IF - \rho \cdot AM - GF + \rho D - [BE + IF - GF] \cdot t$$

donde:

BN es el beneficio neto

BE es el resultado económico neto de la explotación

IF son los ingresos financieros nominales

ρ es la tasa de inflación o de depreciación monetaria

AM son los activos monetarios (tanto financieros como de explotación)

GF son los gastos financieros nominales

D es la deuda, y

t es la tasa impositiva del impuesto de sociedades.

De donde, operando, se llega a la relación de apalancamiento ajustada:

$$Rf^{\text{ajustado}} = [Re + (Re - i) L] (1 - t) + [(1 - m) L - m] \rho \quad (2)$$

donde:

Rf^{ajustado} = Beneficio neto ajustado por la depreciación monetaria / fondos propios

$Re = (BE + IF) / \text{Activo total}$

$i = \text{coste medio nominal de la deuda} = GF / D$

$L = \text{tasa de endeudamiento} = D / \text{fondos propios}$

$m = AM / \text{Activo total}$, porcentaje de los activos con carácter monetario

En la expresión obtenida vemos como la rentabilidad financiera no se ve afectada exclusivamente por los ratios clásicos de rentabilidad económica, coste de la deuda y endeudamiento, sino también por el efecto de la depreciación monetaria.

En la relación de apalancamiento clásica, el efecto de variaciones en el endeudamiento sobre la rentabilidad financiera es, derivando la expresión (1):

$$\frac{dRf}{dL} = (Re - i) (1 - t)$$

Mientras que el efecto de variaciones en el endeudamiento sobre la rentabilidad financiera real o ajustada es, derivando en la expresión (2):

$$\frac{dRf^{\text{ajustado}}}{dL} = (Re - i) (1 - t) + \rho (1 - m)$$

A partir de estos dos últimos resultados se elabora el Cuadro n.º 23.

Anexo 3: Relación de Partidas

Las partidas utilizadas en el presente trabajo se basan en la Central de Balances del Banco de España. Presentamos a continuación las correspondencias entre ellas:

Cuadro n.º A 3.1. **Correspondencia de las partidas de Balance**

Partidas de este trabajo	Partidas de la Central de Balances
ACTIVO	
ACTIVO DE EXPLOTACIÓN	
Inmovilizado no Financiero Neto Amortizaciones y Provisiones Existencias Activos Monetarios de explotación Ajustes de periodificación netos Activo Neto de Explotación	Activo Inmovilizado - Inmovilizado Financiero - Amortizaciones y Provisiones. Amortizaciones y Provisiones. Existencias. Clientes + Otros Deudores + Disponibilidades - Proveedores - Otras Deudas a C.P. sin Coste. Ajustes de periodificación netos
ACTIVO FINANCIERO	
Inmovilizado Financiero Neto Activo Financiero a C.P. Activo Financiero Neto	Inmovilizado Financiero. Activos Financieros a C.P.
TOTAL ACTIVO NETO	TOTAL ACTIVO - Otras Deudas a C.P. sin coste - Proveedores
PASIVO	
Fondos Propios Provisiones Deuda	Recursos Propios. Provisiones Recursos Ajenos - Proveedores - Otras Deudas a C.P. sin Coste.
TOTAL PASIVO NETO	TOTAL PASIVO - Proveedores - Otras Deudas a C.P. sin coste.

En este trabajo las partidas están valoradas a precios de reposición. La metodología empleada para valorar los activos a precios corrientes ha sido ya expuesta en el apartado de Metodología. Los incrementos de valor en el inmovilizado se incluyen como Reservas de Revalorización en los Fondos Propios.

Por lo que respecta a la Cuenta de Resultados, existen algunas partidas sin correspondencias en la Central de Balances y corresponden a los ajustes realizados.

Cuadro n.º A 3.2. **Correspondencia de las partidas de Cuenta de Resultados**

Partidas de este trabajo	Partidas de la Central de Balances
Valor Añadido Bruto	Valor Añadido Bruto al coste de los factores
- Gastos de personal	Gastos de personal
Resultado económico bruto de explotación	Resultado económico bruto de explotación
- Amortizaciones y provisiones	Amortizaciones y provisiones
Resultado económico neto de explotación	Resultado económico neto de explotación
- Ajuste dotación amortización	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
- Pérdida poder adquisitivo activos monetarios	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
Resultado económico neto a precios de reposición	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
+ Ingresos financieros reales	Ingresos financieros
Ingresos financieros	Resultado Cartera de Valores
+ Resultado Cartera de Valores	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
- Pérdida poder adquisitivo activos financieros	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
Resultado actividades de explotación y financieras	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
- Gastos financieros reales	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
- Gastos financieros	Gastos financieros
+ Pérdida poder adquisitivo deuda	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
+ Otros ingresos netos	Otros ingresos netos - Resultado de la cartera de valores
Resultado antes de impuestos ajustado	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>
- Impuesto sobre beneficios	Impuesto sobre beneficios
Resultado neto del accionista ajustado	<i>Sin correspondencia en Central de Balances</i>

BIBLIOGRAFÍA

- AZOFRA, V. Y FERNANDEZ, A.I. (1992). "Beneficios Empresariales, Autofinanciación e Inversión". *Papeles de Economía Española* n.º 52/ 53.
- BANCO DE ESPAÑA (1993). "Central de Balances. Resultados 1983-90, 1991 provisional y avance de 1992". *Banco de España*.
- BANCO DE ESPAÑA (1993). "Cuentas Financieras de la Economía Española (1983-92)". *Banco de España*.
- CHULIA, C. (1990). "Estructura Económica y Financiera de las Empresas Españolas (1983-88). Análisis realizado a partir de los datos de la Central de Balances". *Banco de España*. Boletín económico - Mayo.
- EDWARDS, J. S. S.; KAY, J. A. Y MAYER, C. P. (1987): "The Economic Analysis of Accounting Profitability", Oxford, *Oxford University Press*.
- RAMÍREZ, M., ROSELL, J. Y SALAS V. (1995). "Análisis Económico de la Empresa Española, 1983-1992". *Ekonomiaz*, mismo número.
- SALAS, V. (1992). "Beneficio Contable y Beneficio Económico: Propuestas Metodológicas de Valoración", Capítulo I en Mato, G. y Salas, V., *Valoración Económica del Beneficio y el Capital*. FEDEA.